

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**A CRISE DO SUBPRIME E O BRASIL: BANCOS
PÚBLICOS COMO INSTRUMENTO DE POLÍTICA
ANTICÍCLICA**

NATALIE PACHECO VICTAL DE OLIVEIRA

matrícula nº 107326123

E-mail: natalievictal@gmail.com

ORIENTADOR: Ernani Teixeira Torres Filho

E-mail: ernanit370@gmail.com

JANEIRO 2012

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**A CRISE DO SUBPRIME E O BRASIL: BANCOS
PÚBLICOS COMO INSTRUMENTO DE POLÍTICA
ANTICÍCLICA**

NATALIE PACHECO VICTAL DE OLIVEIRA
matrícula nº 107326123

ORIENTADOR: Ernani Teixeira Torres Filho
E-mail: ernanit370@gmail.com

JANEIRO 2012

As opiniões expressas neste trabalho são de exclusiva responsabilidade da autora.

A Maria José, minha querida avó Zezé,
cuja obsessão pela educação fez desta e todas
as conquistas de minha família possíveis.

AGRADECIMENTOS

Agradeço acima de tudo a Deus, não só pela vida, mas por estar presente em cada minuto, guiando meus passos e iluminando meu caminho.

Ao meu pai, Luiz Eduardo, pelo apoio incondicional em cada etapa de minha vida, pela confiança nas minhas decisões, e pelos conselhos sempre sábios e diretos. À minha mãe, Lecy, pelo apoio a minha formação, principalmente nos períodos iniciais da vida escolar. “Nem os prédios mais fortes resistem com um solo fraco, mas qualquer casebre fica de pé sobre uma rocha” (anônimo). Muito obrigado meus pais.

Ao meu irmão Gabriel, o meu grande incentivador, que com seu jeito peculiar de demonstrar seu orgulho com as minhas conquistas me incentiva, a cada dia, a perseguir meus sonhos.

À tia Jane, minha grande incentivadora durante cada uma das etapas de minha vida.

A Victor, meu grande companheiro nesta jornada acadêmica desde os turbulentos tempos do vestibular, meu melhor amigo e confidente, pelas palavras de incentivo, pelos abraços de consolo, pela paciência com o meu jeito dramático de ser. Agradecer-te durante “muitos dedos da alma” não seria suficiente.

Aos meus amigos, que desde o primeiro dia estiveram do meu lado. Passei por dificuldades, provas e desafios, mas na companhia de vocês foi tudo muito mais prazeroso. Nomes definitivamente não são necessários.

A todos os professores que me ajudaram a compreender o mundo econômico, em especial os professores Ernani Teixeira Torres Filho, meu orientador, por toda a ajuda prestada, incentivo conferido e conhecimento dividido; a Jennifer Hermann, pelo apoio na parte teórica deste trabalho; e a Hugo Boff, pela ajuda na jornada que é a ANPEC e pelo incentivo para que eu enriquecesse minha formação acadêmica.

A Fabio Giambiagi, pelo apoio incondicional ao enriquecimento de minha formação acadêmica e profissional.

Aos amigos do Departamento de Risco de Mercado do BNDES, pela paciência e ajuda em cada etapa deste meu último ano de graduação. Em particular, a Marcus de Mendes Caldas Raymundo, pela ajuda na longa jornada que é a ANPEC e pelo incentivo diário a minha

decisão de ingressar no mestrado. E à Lavínia Barros de Castro, pela atenção às minhas dúvidas e pedidos, e pela ajuda na definição do tema deste trabalho.

A todos os órgãos fomentadores que em algum momento me financiaram, em especial o CNPq, e a própria UFRJ.

A todos que um dia contribuíram com um gesto, uma palavra, uma oportunidade ou mesmo um sorriso, não só para o desenvolvimento deste trabalho, mas para toda minha jornada. A vocês, um muito obrigado especial.

RESUMO

Este trabalho tem por objetivo analisar o potencial anticíclico das instituições financeiras públicas. Para tal, inicialmente, expôs-se os argumentos teóricos acerca do papel e dos modos de atuação do Estado em sistemas financeiros. Posteriormente, realizou-se um estudo de caso analisando a atuação de três bancos públicos federais – Banco do Brasil, Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, e Caixa Econômica Federal – durante a crise financeira internacional, iniciada em 2007, nos Estados Unidos. Para delimitar o problema, examinaram-se as origens, os desdobramentos e, principalmente, os canais de transmissão da crise para economia brasileira. O estudo de caso, por sua vez, foi dividido em dois grandes blocos: o Sistema Financeiro Nacional (SFN) e a atuação das três instituições. Neste sentido, a conclusão do estudo foi que bancos públicos são instrumentos de política anticíclica uma vez que mantém o nível de oferta de crédito em períodos recessivos de modo a impedir a “paralisação” do mercado crédito e a conseqüente intensificação da retração da atividade econômica.

Palavras-chave: bancos públicos, crise financeira internacional, Sistema Financeiro Nacional.

ABSTRACT

The aim of this work is to analyze the counter-cyclical potential of public financial institutions. For this, initially, one presents the theoretical arguments about the role and forms of action of State in financial systems. Later, it was performed a case study about the operation of three federal public banks – Banco do Brasil, Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, and Caixa Econômica Federal – during the international financial crisis, started in 2007, in the United States. To delimit the problem, it was examined the origins, the developments, and, mainly, the transmission channels of this crisis to the Brazilian economy. The case study was divided in two parts: the Brazilian Financial System, and the operation of the three institutions. As a result, the conclusion of the study was that public banks are instruments of counter-cyclical politics, because they sustain the level of credit supply during recession. Doing that, they prevent the “interruption” of credit market and the consequent intensification of economic retraction.

Keywords: public banks, international financial crisis, Brazilian Financial System.

LISTA DE GRÁFICOS, QUADROS E TABELAS

Gráficos

Gráfico 1 - FBCF e PIB – taxas de crescimento real (% a.a.) – 1999/2008.....	40
Gráfico 2 - Participação na queda da produção industrial (% do total)	46
Gráfico 3 - Operações de crédito do Sistema Financeiro Nacional (SNF) - Posição de fim de trimestre (% PIB)	54
Gráfico 4 - Operações de crédito com recursos livres - Participação por demandante (% Recursos livres total).....	56
Gráfico 5 - Operações de crédito segundo origem do capital (% Crédito total)	57
Gráfico 6 – Operações de crédito do SFN por origem do capital (% PIB, set/2008 =100)	58
Gráfico 7 – Desembolso anual do sistema BNDES (milhões de R\$ de 2010).....	61
Gráfico 8 – Desembolsos do sistema BNDES por forma de concessão (% dos desembolsos totais).....	63
Gráfico 9 – Taxa de crescimento real das operações de crédito (% a.a.) – BNDES X Demais instituições financeiras não-públicas	65
Gráfico 10 – Participação do BNDES nas operações de crédito do SFN (% crédito total)	66
Gráfico 11 - Operações de crédito do BB (milhões de R\$ de 2010)	67
Gráfico 12 – Participação do BB nas operações de crédito do SFN.....	70
Gráfico 13 - Operações de crédito da CEF (milhões de R\$ de 2010)	71
Gráfico 14 - Taxa de crescimento real das operações de crédito (% a.a.) - CEF X Demais instituições financeiras.	73
Gráfico 15 - Participação da CEF nas operações de crédito do SFN	73

Quadros

Quadro 1 – Composição do Sistema Financeiro Nacional.....	50
---	----

Tabelas

Tabela 1 – Operações de crédito do Sistema Financeiro Nacional por setor demandante: taxa de crescimento real (% a.a.)	55
Tabela 2 – Participação das maiores instituições financeiras nos ativos totais do segmento bancário – 2007 a 2010.	57
Tabela 3 - Operações de crédito totais do sistema financeiro público por ofertante: taxa de variação real (% a.a.).....	58
Tabela 4 – Desembolsos do sistema BNDES – taxas de crescimento real (%)	62
Tabela 5 – Desembolsos do sistema BNDES por porte da empresa tomadora: taxa de crescimento real (% a.a.).....	62
Tabela 6 – Operações de crédito do BB: taxas de crescimento real.....	67
Tabela 7 - Operações de Crédito da CEF - taxas de crescimento real anual.....	71

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	12
CAPÍTULO 1 – OS PAPÉIS E OS MODOS DE ATUAÇÃO DO ESTADO EM SISTEMAS FINANCEIROS: ARGUMENTOS TEÓRICOS	15
1.1 O Modelo Shaw-McKinnon.....	15
1.2 A abordagem das Falhas de Mercado.....	19
1.3 O enfoque pós-keynesiano.....	24
1.4 Abordagem alternativa: visões recentes sobre a intervenção estatal em mercados	26
CAPÍTULO 2 - ANALISANDO O PROBLEMA: A CRISE FINANCEIRA INTERNACIONAL E SEUS IMPACTOS NA ECONOMIA BRASILEIRA	29
2.1 A Crise do <i>subprime</i> no cenário mundial: raízes, desdobramentos e concepções teóricas.....	30
2.1.1 Antecedentes da crise.....	30
2.1.2 A Crise do Subprime e seus efeitos imediatos.	34
2.1.3 Concepções teóricas acerca da crise financeira internacional.....	37
2.2 . A Crise no Brasil: canais de transmissão e impactos na economia brasileira	39
2.2.1 Antecedentes	39
2.2.2 Canais de transmissão e impactos da crise financeira mundial na economia brasileira	41
CAPÍTULO 3 - O SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL À ÉPOCA DA CRISE DO SUBPRIME: UMA ANÁLISE DO PAPEL DOS BANCOS PÚBLICOS	48
3.1 O Sistema Financeiro Nacional: uma breve análise.	48
3.1.1 Estrutura do Sistema Financeiro Nacional.....	48
3.1.2 Mercado de crédito brasileiro: Comportamento recente.....	54
3.2 Bancos públicos: atuação em período de crise	60
3.2.1 Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social	60
3.2.2 Banco do Brasil S.A.	66
3.2.3 Caixa Econômica Federal	70
CONCLUSÃO.....	74
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	77
ANEXOS	86

INTRODUÇÃO

A eclosão de uma crise no mercado de crédito imobiliário em agosto de 2007, nos Estados Unidos, gerou grandes perdas a bancos e instituições financeiras em geral. Com a concordata, em meados de setembro de 2008, do *Lehman Brothers*, o quarto maior banco de investimentos dos Estados Unidos, a crise agravou-se profundamente, revelando-se que se tratava de uma crise do sistema financeiro internacional. Esta resultou em retração no mercado de crédito internacional, restrição de liquidez, queda da demanda internacional e paralisação dos mercados financeiros.

No que concerne a economia brasileira o aprofundamento da crise ocorreu num período em que ela apresentava forte trajetória de crescimento. Neste sentido, com a retração do crédito internacional, houve uma intensa redução na oferta de crédito doméstica. Esta última originou um choque negativo de oferta de modo que a trajetória de crescimento foi interrompida.

Barbosa (2010) afirma que diante da conjuntura adversa e da conseqüente depreciação cambial observou-se perda do grau de confiança de consumidores e empresários. Como resultado, houve uma retração acentuada da demanda agregada privada, especialmente nos investimentos. Estes fatores conduziram a uma recessão técnica no último trimestre de 2008 e no primeiro de 2009, quando o Produto Interno Bruto (PIB) apresentou taxa de crescimento negativa de 4,3%.

Como resposta aos efeitos da crise financeira internacional o governo brasileiro adotou uma série de medidas expansionistas dentre as quais cita-se: a redução temporária de tributos diretos e indiretos como o Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI); o aumento dos gastos públicos em infra-estrutura por parte do Governo Federal; a expansão de investimentos por meio das empresas estatais; redução das exigências de reservas compulsórias dos bancos comerciais; redução da taxa básica de juros, a SELIC; e a promoção de expansão do crédito por meio dos bancos públicos, principalmente Banco do Brasil (BB), Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico Federal (BNDES) e Caixa Econômica Federal (CEF).

Tal política de expansão das operações de crédito por instituições públicas foi adotada à medida que se observou intensa retração no mercado de crédito devido, entre outros fatores,

a aversão a risco das instituições privadas em meio à conjuntura adversa. Este comportamento, como afirmado por Hermann (2010b), deve-se ao fato que diante da retração ou lenta expansão da renda agregada ocorre o comprometimento da capacidade de pagamento dos devedores em geral, tornando os potenciais ofertantes de fundos mais cautelosos. Cria-se, assim, “um círculo vicioso, no qual a retração de crédito e da atividade produtiva se realimentam mutuamente, dificultando a recuperação econômica” (Hermann, 2010b, p.4). Em outras palavras, a concessão de crédito apresentaria um comportamento pró-cíclico.

Assim, para a promoção da recuperação econômica seriam necessárias medidas de estímulo ao mercado de crédito de modo a manter o nível das operações em meio à conjuntura adversa. No entanto, conforme afirmado por Barbosa (2010), restrições legais a atuação do Banco Central do Brasil no que concerne a compra de títulos privados limitaram da capacidade da autoridade monetária “atuar como um prestador de última instância apropriado durante o pior período da crise” (p.5). A solução, então, foi à expansão do crédito por meio dos bancos públicos, que atuaram neste período como “penúltimo prestador de última instância” (Barbosa, 2010, p.5).

O objetivo geral deste trabalho é testar a hipótese que bancos públicos são instrumentos de política anticíclica uma vez que mantêm o nível de oferta de crédito em períodos recessivos de modo a impedir a “paralisação” do mercado crédito e a conseqüente intensificação da retração da atividade econômica. Para tal examina-se os argumentos teóricos acerca do papel e das formas de atuação do Estado no sistema financeiro, assim como promove-se um estudo de caso, analisando o comportamento dos três principais bancos públicos federais (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, Banco do Brasil e Caixa Econômica Federal) durante a crise financeira internacional de 2008.

A metodologia adotada para a promoção deste estudo consistiu, inicialmente, da revisão da literatura (principais artigos teóricos) acerca do papel do Estado no sistema financeiro. Em paralelo, promoveu-se um estudo quanto às origens, desdobramentos, impactos na economia mundial e, em especial, dos canais de transmissão para a economia brasileira, da crise do subprime. Para o estudo de caso da atuação dos três principais bancos públicos federais (BNDES, BB e CEF) durante a supracitada crise financeira a metodologia adotada consistiu na revisão da literatura existente acerca da atuação do governo federal e destas instituições financeiras durante o período em análise; análise de relatórios, documentos oficiais e balanços patrimoniais de tais instituições de modo a definir os instrumentos por elas

utilizados; e análise de dados das operações de créditos concedidos por instituições públicas e privadas em diferentes períodos de modo a comparar a atuação daquelas com a das instituições financeiras privadas.

A monografia está dividida em três capítulos, além desta introdução e da conclusão. No primeiro realiza-se uma revisão da literatura quanto ao papel do Estado em sistemas financeiros de modo a embasar teoricamente o trabalho a ser desenvolvido. No segundo, analisa-se o problema a ser combatido: a crise financeira internacional, iniciada em 2007, nos Estados Unidos. Em particular, examina-se os canais de transmissão desta para a economia brasileira. Por fim, no terceiro e último capítulo apresenta-se o estudo de caso. Este foi dividido em dois grandes blocos, sendo o primeiro correspondente ao Sistema Financeiro Nacional, em especial, o mercado de crédito; e o segundo dedicado a análise dos três bancos públicos federais: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, Banco do Brasil e Caixa Econômica Federal.

CAPÍTULO 1 – OS PAPÉIS E OS MODOS DE ATUAÇÃO DO ESTADO EM SISTEMAS FINANCEIROS: ARGUMENTOS TEÓRICOS

Neste capítulo apresenta-se os diferentes argumentos teóricos acerca do papel do Estado em sistemas financeiros. Inicialmente analise-se o Modelo Shaw-McKinnon, de acordo com o qual a intervenção estatal é parte do problema e não da solução no que concerne às deficiências dos sistemas financeiros. Na segunda seção, apresenta-se a abordagem das falhas de mercado, inicialmente desenvolvida por Joseph Stiglitz, segundo a qual a intervenção estatal em sistemas financeiros é necessária uma vez que promoveria ganhos de eficiência nos diferentes mercados que o compõe. Na terceira seção, por sua vez, expõe-se a abordagem pós-keynesiana que argumenta que sistemas financeiros são caracterizados pela existência de incerteza. Neste sentido, a intervenção estatal direta e indireta seria vital para viabilizar o funcionamento deste sistema. Por fim, apresenta-se a abordagem adotada em parte considerável dos trabalhos recentes acerca do tema, de acordo com a qual os diferentes argumentos podem ser classificados em cinco categorias: visão social; visão desenvolvimentista; visão política; “visão de agência”; e visão macroeconômica.

1.1 O Modelo Shaw-McKinnon

Os trabalhos¹ que originaram a abordagem teórica que ficou conhecida como Modelo Shaw-McKinnon² destacam, sobretudo, a importância do sistema financeiro para o desenvolvimento econômico. De acordo com estes o crescimento econômico requer o desenvolvimento financeiro uma vez que existiria um fenômeno de retroalimentação entre o primeiro e o último. Neste sentido, sistemas financeiros “reprimidos” seriam entraves ao desenvolvimento.

¹ Dentre os textos que originaram o Modelo Shaw-McKinnon destacam-se: Shaw (1973) e McKinnon (1978). Fry (1995) apresenta uma exposição detalhada do modelo. Para uma análise crítica do mesmo ver Hermann (2003).

² Segundo Hermann (2011), as três proposições fundamentais do modelo Shaw-McKinnon são: “a) o financiamento do investimento e, portanto, do crescimento econômico, requer o acúmulo prévio de poupança; b) a poupança agregada é uma função positiva da taxa real de juros; c) mercados financeiros livres conduzem a taxa real de juros, a poupança agregada e a taxa de crescimento a seus níveis ‘ótimos’” (p.4). Esta última proposição sintetiza a “hipótese de mercados eficientes” de acordo com a qual as taxas de juros de mercados “livres” seriam indicadores corretos dos fundamentos dos ativos de modo que corresponderiam a taxas de juros “justas”.

No que concerne ao papel do sistema financeiro no crescimento do produto destaca-se a análise pioneira de Gurley-Shaw em “*Money in a Theory of Finance*” (1960). Neste trabalho os autores analisam a intermediação financeira e, principalmente, o seu papel na economia, concluindo que “a intermediação financeira tomada em seu conjunto [...] aumenta o potencial de crescimento da economia na medida em que permite a realização de investimentos que, de outra forma, não existiriam.” (Castro, 2006, p.33). Portanto, o grau de desenvolvimento do sistema financeiro seria um dos fatores que explicaria a diferença entre as taxas de crescimento e o nível do produto dos países³.

De acordo com McKinnon (1978), nos países em desenvolvimento existiria uma tendência à defesa da intervenção estatal como instrumento para estimular o desenvolvimento de setores industriais. O autor afirma que devido ao atraso tecnológico e a carência de mão de obra qualificada “os governos recém-independentes sentiram-se [...] compelidos a agir como agentes de mudança para contrabalançar o colonialismo econômico e político” (p.6). Assim, seria notória a adoção de políticas como a imposição de tarifas de importação e a concessão de empréstimos a taxas de juros subsidiadas. Estas políticas, porém, gerariam, na visão do autor, distorções na economia como um todo uma vez que viabilizariam a atividade de produtores de baixa produtividade. Reflexos desta perda de eficiência seriam: a coexistência de grandes empresas e pequenas firmas produzindo os mesmos bens; e a utilização excessiva de técnicas capital-intensivas.

Em sua análise McKinnon (1978) argumenta que a existência de medidas intervencionistas nos mercados de crédito resulta na criação de profundas distorções uma vez que impõe um teto para a taxa de juros de depósitos e empréstimos (Fry, 1995). A essência do argumento é que taxas de juros elevadas seriam desejáveis uma vez que selecionam técnicas de maior produtividade em detrimento das menos eficientes. Como resultado, observar-se-ia o aperfeiçoamento técnico e o aumento de produtividade dos diferentes setores da economia. Nas palavras do autor:

“Quando os empréstimos são abundantes, taxas de juros elevadas tanto para emprestadores quanto para os tomadores introduzem o dinamismo que se deseja no desenvolvimento, atraindo novas poupanças líquidas e desviando o investimento dos usos inferiores para estimular o aperfeiçoamento técnico” (McKinnon, 1978, p.14)

³ De acordo com Castro (2006) um dos fundamentos teóricos do modelo Shaw-McKinnon seriam as teorias de crescimento dos anos 40 e 50 – modelo Harrod-Domar, modelo de Solow etc. O principal objetivo destes modelos era explicar fatos estilizados em relação ao crescimento econômico, como a diferença das taxas de crescimento e do nível do produto dos países.

Seguindo esta abordagem, Fry (1995) argumenta que as distorções criadas pela intervenção estatal no sistema financeiro, em especial, no mercado de crédito, são profundas e reduzem significativamente a eficiência:

Interest rate ceilings distort the economy in four ways. First, low interest rates produce a bias in favor of current consumption and against future consumption. Therefore, they may reduce saving below the socially optimum level. Second, potential lenders may engage in relatively low-yielding direct investment instead of lending by way of depositing money in a bank. Third, bank borrowers able to obtain all the funds they want at low loan rates will choose relatively capital-intensive projects. Fourth, the pool of potential borrowers contains entrepreneurs with low-yielding projects who would not want to borrow at the higher market-clearing interest rate. (p.26)

Neste sentido, McKinnon (1978) e Shaw (1973) afirmam que sistemas financeiros sob intervenção estatal sofreriam do que ficou conhecida como repressão financeira. Esta seria caracterizada pela escassez de crédito e alocação ineficiente dos fundos disponíveis.

In financially repressed regimes savings flow through narrow channels which are not subject to the discipline of relative price, into the repetitive projects of established firms, especially government enterprise and traditional trading firms. Too often the search for investment uses of savings is casual and opportunistic, with little reference to comparative rates of return (Shaw, 1973, p.10-11)

Outro ponto destacado por Shaw (1973) é que economias caracterizadas pela repressão financeira apresentam uma série de gargalos como a manutenção de taxas de câmbio excessivamente valorizadas. Consequência disso seria a necessidade de intervenção estatal em diferentes mercados:

The name of policy game in repressed economies is interventionism. Because monetary variables are out of hand, there seems to be need for price control in detail. Because exchange rate is overvalued, complex tariff schedules, import licenses, and differentiated export bonuses are put into force. Because savings are scarce, credit is rationed loan by loan. An economy that immobilizes critical relative prices must fall back upon contrivances of interventionism to clear markets. A burden is put upon the civil service that it cannot carry, and the costs in both inefficiency and corruption are high. (p.11)

Portanto, a conclusão do modelo Shaw-McKinnon é que a intervenção estatal no sistema financeiro gera ineficiência alocativa e inibe o crescimento econômico visto que compromete o desenvolvimento financeiro. Neste sentido, a atuação do Estado é vista como causa e não como um instrumento de correção da incompletude do mercado de crédito.

Dada esta conclusão, a recomendação de política do modelo é a liberalização financeira, uma vez que a elevação do teto das taxas de juros e o desenvolvimento do sistema financeiro resultariam em ganhos econômicos e sociais. Segundo Shaw (1973), alguns desses ganhos seriam: a) crescimento da poupança agregada, motivado pela elevação das taxas de

juros reais⁴ e pela expansão do acesso ao crédito⁵; b) alocação mais eficiente dos depósitos de poupança, ou seja, seleção de projetos de risco/ retorno mais elevados (maior produtividade) em detrimento de projetos de baixo risco/ retorno⁶; c) redução das taxas de desemprego, uma vez que a elevação das taxas de juros resulta na adoção de técnicas mais intensivas em trabalho⁷; d) melhora da distribuição de renda, visto que o desenvolvimento do sistema financeiro causaria a expansão do crédito⁸; e) redução da vulnerabilidade externa, uma vez que a liberalização estimularia a expansão das reservas internacionais.

No que concerne à atuação do Estado no sistema financeiro a conclusão do modelo é que a intervenção direta é vista como “desnecessária e deletéria: se confirma os preços de mercado, é redundante e, portanto, um desperdício de recursos públicos; se ocorre ou induz a preços distintos dos que seriam livremente praticados é uma distorção, que reduz a eficiência do mercado” (Hermann, 2011, p.402). A atuação deve ser feita de modo indireto por meio da supervisão e da manutenção dos fundamentos de modo a garantir condições favoráveis ao perfeito funcionamento do mercado (sistema jurídico eficiente, estabilidade macroeconômica etc.)

Portanto, de acordo com o modelo Shaw-McKinnon, a criação de instituições financeiras públicas, como bancos comerciais e de desenvolvimento, é ineficiente e, muitas vezes, provoca profundas distorções no sistema financeiro. O argumento é que a presença de tais instituições no mercado cria tetos para as taxas de juros a serem cobradas pelas

⁴ O modelo Shaw-McKinnon, como destacado anteriormente, tem como uma de suas preposições fundamentais que a poupança é função positiva da taxa de juros real (Fry (1995), Hermann (2011)).

⁵ O crescimento real do sistema financeiro causa a expansão das operações de crédito de modo que mais agentes tem acesso ao mesmo. Estes agentes, por sua vez, objetivam acesso a linhas de crédito com taxas de juros mais baixas de modo que têm incentivos a poupar e acumular ativos que possam ser utilizados como colateral. (Shaw, 1973)

⁶ Sob restrição financeira seria notória a escassez de crédito. Neste sentido, McKinnon (1978) argumenta que “além de restringir o volume global de empréstimos bancários, o teto de juros assegura que as migalhas de financiamento disponíveis se destinem a tomadores que ofereçam segurança total, com reputação conhecida e cuja garantia seja relativamente sem risco. Ou, o que é pior ainda, o grande excesso de demanda de empréstimos permite que as alocações dependam de ligações políticas e institucionais.” (p.67)

⁷ Sob restrição financeira os preços relativos dos fatores de produção não representam a escassez relativa uma vez que as taxas de juros são mantidas em níveis artificialmente baixos. Conseqüência imediata é a adoção excessiva de técnicas intensivas em capital, mesmo em economias que apresentem trabalho relativamente abundante em relação a capital. (Shaw, 1973).

⁸ Outra causa indicada por Shaw (1973) é a diminuição das rendas de monopólio devido à extinção de barreiras ao comércio exterior. Estas, na visão do autor, seriam adotadas em muitos casos para remediar efeitos da repressão financeira como a sobrevalorização da taxa de câmbio real.

instituições privadas. O modelo, no entanto, não considera o potencial estabilizador dos bancos públicos de modo que sua abordagem não corrobora para o escopo deste trabalho.

1.2 A abordagem das Falhas de Mercado

Abordagem alternativa ao modelo Shaw-McKinnon, baseada na análise das falhas de mercado⁹ existentes no sistema financeiro, foi desenvolvida por Joseph Stiglitz em “*The Role of the State in Financial Markets*”, 1994. Nesta obra o autor ressalta o papel desempenhado pela informação neste sistema, e, sobretudo, as implicações deste papel no *modus operandi* dos mercados.

Segundo Stiglitz (1994), a informação seria um bem público uma vez que apresentaria as propriedades de não-rivalidade e não-exclusão¹⁰. Como resultado, a sua provisão por mercados competitivos é ineficiente¹¹ de modo que o Primeiro Teorema do Bem Estar (que estipula que, sob certas condições, todo equilíbrio competitivo é Pareto-eficiente e, conseqüentemente, máximo de bem-estar) é violado¹².

Ademais, os elevados gastos para a aquisição de informação podem ser considerados um custo fixo uma vez que não variam com a quantidade produzida¹³. Neste sentido, mercados nos quais a informação desempenhe papel relevante tenderiam à competição imperfeita dado que existem barreiras à entrada.

⁹ De acordo com Giambiagi & Álem (2011), as falhas de mercado são circunstâncias que impedem a ocorrência de uma alocação ótima de Pareto. São elas: “a) a existência de bens públicos, b) a falta de competição que se reflete na existência de monopólios naturais, c) as externalidades, d) os mercados incompletos, e) as falhas de informação, e f) a ocorrência de desemprego e inflação” (p.4).

¹⁰ De acordo com Snyder & Nicholson (2010), um bem público puro é aquele que é não-excludente e não-rival. Um bem é dito não-excludente quando é impossível ou muito custoso impedir que agentes usufruam dele. Ademais, um bem é dito não-rival se o custo marginal resultante do consumo deste por mais agentes for irrelevante.

¹¹ A provisão de um bem público por um mercado competitivo não é eficiente devido à propriedade de não-exclusão. Como os agentes podem consumir o bem independentemente de sua contribuição para a produção deste, eles tendem a contribuir valores aquém de sua valoração marginal. Assim, a demanda de mercado não representa a verdadeira valoração marginal de modo que a quantidade transacionada no mercado competitivo não será ótima (Snyder & Nicholson (2010); Varian (2006)).

¹² Segundo Snyder & Nicholson (2010), o Primeiro Teorema do Bem-estar é válido sob as seguintes premissas: a) inexistência externalidades na produção e no consumo; b) preferências dos agentes localmente não sáciáveis. Ademais, Varian define que toda alocação Pareto-eficiente é um máximo de bem-estar. Portanto, implicação direta do Primeiro Teorema do Bem estar é: todo equilíbrio competitivo são máximos de bem-estar, desde que respeitadas as premissas listadas acima.

¹³ Uma vez adquirida, a informação pode ser utilizada na produção de diversos produtos, sem implicar em novos custos para a firma. No caso do mercado de crédito, o custo de aquisição da informação não cresce com o montante de empréstimos.

Em sua análise, Stiglitz (1994) argumenta, ainda, que nos mercados de ativos financeiros os agentes – bancos comerciais, instituições financeiras não bancárias, indústrias etc. – trocam moeda pela promessa de pagamento futura.

Given the existence of uncertainty and the lack of complete futures markets, this intertemporal transaction entails risks, especially the risk of bankruptcy. Information about these risks – both about the type of borrower and the actions he or she undertakes after borrowing the money – is essential (p.2)

Neste sentido, é afirmado que a informação desempenha papel essencial nos mercados de ativos financeiros. No que concerne a este papel Stiglitz (1994) destaca que tais mercados seriam caracterizados pela existência de informação imperfeita uma vez que as decisões dos agentes podem ser alteradas de acordo com o que eles observam no mercado ou devido à aquisição de mais informação.

Portanto, o sistema financeiro é caracterizado pela presença de informação imperfeita e pelo importante papel por ela desempenhado. Devido a isto, Stiglitz (1994) afirma que os mercados de ativos financeiros se distinguem dos demais mercados de bens: “financial markets – whose essential role is to obtain and process information – are likely not only to differ from markets for conventional goods and services but to differ in ways that suggest that market failure will be particularly endemic in financial markets.” (p.24).

Tal presença endêmica de falhas de mercado nos sistemas financeiros, como dito anteriormente, resulta na violação do Primeiro Teorema do Bem Estar. Como consequência, o livre funcionamento dos mercados de ativos financeiros não resulta, em geral, em alocações ótimas. Assim, no caso destes mercados a intervenção estatal seria indicada uma vez que promoveria ganhos de bem-estar (Stiglitz, 1994, 1998)

Em seu estudo, Stiglitz (1994) argumenta que os mercados de ativos financeiros seriam caracterizados pela presença de sete falhas de mercado: a) monitoramento como bem público; b) externalidades do monitoramento, seleção e concessão de empréstimos; c) externalidade de crises financeiras; d) existência de mercados incompletos; e) tendência a competição imperfeita; f) ineficiência de mercados competitivos; g) investidores desinformados.

O monitoramento de informações apresenta características de bem público uma vez que os benefícios do mesmo são não-rivais e não-excludentes¹⁴. Devido a isso, a provisão por

¹⁴ Suponha que uma firma tenha um número x de acionistas. Se um dos acionistas monitora as informações da firma de modo a inibir problemas de gestão, os demais acionistas também são beneficiados – não-rivalidade. O

mercados competitivos de monitoramento tende a ser sub-ótima de modo que informações de grande relevância para o funcionamento mais eficiente do sistema (como a condição de solvência das instituições financeiras e a qualidade de gestão das mesmas) tendem a ser sub-monitoradas. Consequências deste “sub-monitoramento” são: adoção de práticas mais arriscadas pelos gestores; e aplicação sub-ótima de recursos pelos investidores uma vez que estes desconfiam da conduta dos gestores e da condição de solvência das instituições.

As externalidades do monitoramento, seleção e concessão de empréstimos devem-se a existência de informação assimétrica nos sistemas financeiros. Devido a essa, a presença de firmas de tipo ruim pode comprometer o funcionamento (problemas de seleção adversa) ou, em casos mais extremos, inviabilizar o desenvolvimento de mercados. As externalidades podem, ainda, manifestar-se entre diferentes mercados como quando a concessão de empréstimos no mercado de crédito melhora a cotação das ações de determinada firma no mercado de ações (externalidade positiva).

As externalidades de crises financeiras estão relacionadas a fenômenos como corridas bancárias, hipervalorização de ativos (“bolhas”) e crises de crédito nas fases recessivas. A falência de uma instituição financeira afeta o sistema como um todo uma vez que pode gerar crise de confiança dos investidores em relação ao sistema bancário, extinção de linhas de crédito para alguns tomadores etc. Assim, dado o grande impacto negativo causado pela eventual falência de uma instituição, os governos tendem a criar “redes de socorro” a bancos com problemas financeiros. Tal prática, no entanto, resulta em problemas de risco moral uma vez que os gestores destas instituições tendem a adotar práticas mais arriscadas¹⁵.

Um mercado é dito incompleto “quando um bem/serviço não é ofertado, ainda que o seu custo de produção esteja abaixo do preço que os potenciais consumidores estariam dispostos a pagar.” (Giambiagi & Álem, 2011, p.7). De acordo com Stiglitz (1994), esta falha se manifesta em mercados de ativos financeiros devido ao fato destes serem caracterizados pela existência de informação assimétrica (seleção adversa e risco moral). Tal característica imporia custos proibitivos ao desenvolvimento e/ou crescimento de alguns mercados (como o de financiamento de longo prazo em países em desenvolvimento). Assim, a intervenção estatal seria recomendada uma vez que, segundo o autor, o Estado possuiria algumas

acionista que monitora não pode impedir que os demais acionistas desfrutem dos benefícios deste monitoramento – não-exclusão.

¹⁵ Como no modelo de agente e principal sob risco moral (quando o principal não observa as ações do agente, apesar destas afetarem o resultado do primeiro), a existência de seguro tende a incentivar uma postura mais arriscada do agente (Snyder & Nicholson (2010); Varian (2006)).

vantagens em relação ao setor privado que podem reduzir substancialmente estes custos. Entre estas vantagens destacam-se: poder para atenuar a informação assimétrica quanto ao tipo dos tomadores, visto que os governos podem impor regulamentos como seguro obrigatório; poder para mitigar o risco moral uma vez que a autoridade pública tem acesso a bancos de dados restritos como os de órgãos tributários; e o interesse em resolver questões que resultem em perdas sociais. Por outro lado, o autor ressalta que este tipo de intervenção direta apresenta algumas desvantagens como a maior vulnerabilidade a pressões de grupos de interesse.

Como ressaltado anteriormente, mercados onde a informação desempenha papel relevante tenderiam a competição imperfeita. Esta seria, particularmente, uma característica de mercados de ativos financeiros dado que uma de suas principais funções seria a obtenção e o processamento de informações sobre tomadores e emprestadores. Neste sentido, o resultado obtido por meio do livre funcionamento dos mercados não é Pareto eficiente¹⁶ de modo que a intervenção estatal poderia gerar ganhos sociais.

A ineficiência de mercados competitivos, por sua vez, deriva do fato de que em mercados como o de crédito não haveria equilíbrio entre oferta e demanda. Tal desequilíbrio seria resultado da divergência entre o retorno esperado privado (que é o considerado pelas instituições ao maximizar seus lucros) e o retorno esperado total (que engloba o retorno das instituições financeiras e o ganho social com a execução dos projetos). Esta divergência levaria ao racionamento de crédito¹⁷ – fenômeno descrito por Stiglitz e Wess (2001) no qual ao nível de taxa de juros em que o retorno dos emprestadores é maximizado ocorre um excesso de demanda. Como resultado, projetos viáveis do ponto de vista social não são financiados gerando uma perda do ponto de vista da sociedade: “markets may not allocate capital to the uses with the highest return. There may be systematic deviations between social and private returns that direct government intervention-restricting some classes of loans and encouraging other classes-may partially address.” (Stiglitz, 1994, p.31).

¹⁶ De acordo com Varian (2006), em mercados com competição imperfeita é possível implementar melhorias de Pareto (um dos agentes pode melhorar sem que os demais piorem), como a discriminação de preços. Como resultado, o equilíbrio destes mercados não é um ótimo de Pareto.

¹⁷ De acordo com Stiglitz e Wess (2001) a assimetria informacional existente no mercado de crédito resulta em uma situação em que a taxa de juros que maximiza o retorno esperado dos emprestadores não equilibra a demanda e a oferta de crédito. Este fato ocorre pois o maior retorno obtido pela cobrança de taxas de juros mais elevadas não seria compensado pelo maior grau de risco dos potenciais tomadores.

Por fim, a última falha apontada por Stiglitz como característica do sistema financeiro, é a existência de investidores desinformados¹⁸. Neste sentido, o autor ressalta que a falta de informação sobre temas como os resultados de empresas pode levar a práticas desleais o que prejudicaria o sistema como um todo. Assim, a imposição de regulamentos como os que instituem a obrigatoriedade de divulgação de demonstrações contábeis de empresas de capital aberto seriam justificadas.

Apresentadas as falhas que justificariam a intervenção estatal em sistemas financeiros, Stiglitz (1994) discute de forma breve as formas de atuação. São elas: a) regulação, criação de instituições financeiras públicas e outras formas de intervenção indiretas nas instituições privadas; b) intervenção direta nas instituições privadas como políticas de direcionamento de crédito e empréstimos diretos; c) imposição de taxas, normas contábeis etc. Neste sentido, ele destaca, sobretudo, a importância da adequação do instrumento ao problema a ser combatido afirmando que políticas mal-elaboradas podem resultar em perdas maiores que as geradas pelas falhas de mercado.

Segundo Hermann (2011), as formas de atuação recomendadas por esta abordagem seriam as concentradas no incentivo e supervisão do setor privado. Neste contexto, o governo deveria adotar práticas de regulação prudencial como a imposição de limites de juros para operações específicas, conceder incentivos e desincentivos tributários a determinados tipos de operação e desenvolver programas de crédito a setores selecionados como os de alta tecnologia e os exportadores (Stiglitz, 1994). Por outro lado, a criação de bancos públicos não seria recomendada (Hermann, 2011).

Quanto à repressão financeira, Stiglitz (1994) afirma que ela pode estimular o crescimento econômico uma vez que pode ser utilizada como base para o desenvolvimento de uma estrutura de incentivos que estimule o acúmulo de poupança e a alocação mais eficiente de capital. A argumentação baseia-se no fato que a diminuição das taxas de juros resultaria na seleção de tomadores de menor risco e projetos melhores¹⁹. Para o autor, a conclusão do modelo Shaw-McKinnon, que a repressão financeira desestimula o desenvolvimento financeiro e econômico, estaria equivocada. Na explicação desta posição o economista afirma

¹⁸ Apesar desta não ser uma falha de mercado no senso estrito ela pode ser vista como uma manifestação da informação assimétrica que caracteriza o sistema.

¹⁹ Como o montante de recursos obtidos por meio de empréstimos bancários é reduzido, os tomadores necessitam aplicar uma parcela de recursos próprios para execução de determinado projeto. Como resultado, observar-se-ia a seleção de melhores projetos uma vez que as firmas tendem a ser mais cautelosas na seleção destes quando eles são financiados com capital próprio. (Stiglitz, 1994)

que no desenvolvimento deste modelo não houve distinção entre “pequenas e grandes restrições”. Ademais, a percepção que a liberalização seria a única forma de elevar as taxas de juros estaria equivocada uma vez que tal elevação poderia resultar de outros fatores como boas oportunidades de investimento.

Portanto, a conclusão da abordagem das falhas de mercado é que a intervenção estatal (indireta) em sistemas financeiros não é apenas recomendável, mas necessária. Esta ajuda a melhorar a *performance* do sistema e promove ganhos de eficiência nos mercados. Evidência empírica disso é que: “there are virtually no examples of successful financial markets in which governments do not play an important role.” [...] The question is not whether there is a role for government, but what that role should be.” (Stiglitz, 1998, p.9).

1.3 O enfoque pós-keynesiano

Abordagem alternativa às apresentadas anteriormente acerca do papel do Estado em sistemas financeiros é o enfoque pós-keynesiano. Este enfoque, baseado nos trabalhos do economista John Maynard Keynes e na análise da fragilidade financeira de Hyman Minsky²⁰, argumenta que mercados de ativos financeiros são *per se* incompletos devido à existência de incerteza.

Segundo Hermann (2011), incerteza refere-se, diferentemente de riscos, a eventos que não podem ser previstos. Como resultado, mecanismos tradicionais de mitigação tem eficácia limitada, “o que mantém a condição de ineficiência do mercado, mesmo no plano microeconômico” (p.8)²¹.

No que concerne ao impacto da incerteza no sistema financeiro, Hermann (2010b) argumenta:

é da natureza do comportamento racional dos potenciais ofertantes de fundos (pessoas físicas e instituições financeiras) a rejeição a riscos presumidamente (mas não necessariamente) muito elevados. A razão para tal é que a precificação e incorporação de riscos elevados às taxas de retorno exigidas dos ativos pode ser limitada pela presença de um grau elevado de incerteza, que dificulta (ou impede) a previsão e cálculo dos riscos envolvidos, ou pela própria reação (negativa) da demanda, quando esses riscos são efetivamente incorporados àquelas taxas de retorno, elevando demasiadamente os custos para os potenciais devedores. (p.3)

²⁰ Para uma breve descrição da análise de Minsky ver a seção 2.1.3 desta monografia.

²¹ O conceito de ineficiência aqui adotado é o de ineficiência alocativa, ou seja, que no caso de mercados de ativos financeiros equilíbrios competitivos não seriam Pareto-eficientes, e, portanto, não configurariam máximos de bem-estar. Neste sentido, seria possível promover ganhos de bem-estar mediante intervenção estatal etc.

Neste sentido, a incompletude seria uma característica dos mercados de ativos financeiros decorrente da lógica de funcionamento dos mesmos e não uma manifestação particular de certo sistema financeiro, como visto no caso da abordagem das falhas de mercado²².

Como o enfoque pós-keynesiano considera a ineficiência como uma característica dos mercados de ativos financeiros, a intervenção estatal é vista como fundamental para o alcance de alocações mais eficientes do ponto de vista social. Neste contexto, Hermann (2011) resume os motivos que justificam a necessidade de intervenção estatal permanente nestes mercados:

sendo a incerteza uma característica regular das economias de mercado, suas consequências também o são. Isto justifica, no enfoque pós-keynesiano, uma atuação sistemática do Estado no mercado financeiro, visando: a) reduzir a instabilidade macroeconômica, de modo a reduzir o grau de incerteza que afeta o mercado; b) manter sob controle o grau de fragilidade financeira com que opera o mercado; c) conter e, idealmente, compensar a tendência curto-prazista do mercado, de modo a ampliar a disponibilidade de crédito para atividades cujos ativos sejam, em regra, identificados (pelas instituições financeiras e poupadores privados) como ativos de baixa liquidez, por conta de retornos e riscos muito incertos (p.9)

No que concernem às formas de atuação do Estado, o enfoque argumenta que o poder público, assim como o setor privado está sujeito a incerteza. Devido a isto “a única forma de compensar a incompletude do mercado nos setores mais afetados pela incerteza é o governo assumir, diretamente, os riscos que o setor privado rejeita” (Hermann, 2011, p.11). Tal intervenção direta é feita, por exemplo, por meio da criação de bancos públicos. Segundo Hermann, motivos para a criação destas instituições seriam: a) o alto custo ou escassez de linhas de crédito de longo prazo oferecidas por instituições privadas são entraves ao desenvolvimento econômico; b) a necessidade de autonomia financeira²³ para a implementação de políticas de desenvolvimento; c) a maior disponibilidade de fontes de *funding* para a implementação de políticas de desenvolvimento.

Portanto, o enfoque pós-keynesiano argumenta que devido a existência de incerteza em sistemas financeiros, estes são caracterizados pela existência de mercados incompletos. Assim, a intervenção estatal nestes mercados deve ser persistente e direta, por meio, por exemplo, de instituições financeiras públicas como bancos de desenvolvimento.

²² Como dito anteriormente, um mercado é dito incompleto “quando um bem/serviço não é ofertado, ainda que o seu custo de produção esteja abaixo do preço que os potenciais consumidores estariam dispostos a pagar.” (Giambiagi & Alem, 2011, p.7)

²³ Autonomia das restrições impostas pelo orçamento público.

1.4 Abordagem alternativa: visões recentes sobre a intervenção estatal em mercados²⁴

No que concerne ao embasamento teórico, parte relevante dos trabalhos recentes acerca da intervenção estatal em sistemas financeiro adotam a classificação feita por Eduardo Levy Yeyati, Alejandro Micco e Ugo Panizza em *“Should the Government be in the Baking Business? The Role of State-Owned and Development Banks”*, 2004. Neste artigo, os autores analisam as justificativas para a intervenção, assim como verificam a existência de evidências quanto ao papel dos bancos públicos no sistema.

Segundo os autores, os argumentos teóricos sobre o porquê o Estado interfere nos sistemas financeiros podem ser divididos em cinco categorias: visão social; visão desenvolvimentista; visão política; “visão de agência”; e visão macroeconômica.²⁵

A visão social destaca o papel do governo na correção das falhas de mercado. Tal abordagem afirma que projetos viáveis do ponto de vista social não são financiados devido a racionalidade individual das instituições financeiras. Assim, mediante intervenção o governo poderia viabilizar o financiamento de projetos cujos benefícios do ponto de vista social excedam seus custos.

A visão desenvolvimentista²⁶, por sua vez, enfatiza o papel do estado na viabilização do financiamento de projetos que promovam o desenvolvimento econômico. Segundo Gerschenkron (1962), em países economicamente atrasados os bancos privados não seriam desenvolvidos para a concessão de crédito de longo prazo. Neste sentido, ao Estado caberia criar bancos para a promoção do desenvolvimento.

A visão política²⁷, diferentemente das demais, argumenta que o objetivo do governo ao intervir nos mercados de ativos financeiros é maximizar os ganhos políticos individuais, e não os ganhos da sociedade como um todo. Neste sentido, é defendido que governantes concedem subsídios, taxas de juros reduzidas etc. para privilegiar grupos de interesses. O enfoque argumenta, ainda, que os mercados de ativos não seriam diferentes dos demais mercados.

²⁴ Por abordagem alternativa considera-se a colaboração de Panizza, Yeyati & Micco (2004).

²⁵ Para uma análise aprofundada dos argumentos e da evidência empírica disponível acerca do papel e modos de atuação de bancos públicos ver Pinheiro (2007).

²⁶ De acordo com Pinheiro 2007, exemplos de trabalhos que adotam esta visão são: Gerschenkron (1962); e Adrianova, Demetriades & Shortland (2002).

²⁷ Segundo Pinheiro (2007), um trabalho que adota esta visão é: La Porta, López-de-Silanes & Shleifer (2002).

Como resultado, a validade do Primeiro Teorema do Bem Estar não estaria comprometida de modo que a intervenção estatal seria desnecessária.

A “visão de agência”²⁸, por sua vez, enfoca na questão dos incentivos aos gestores dos bancos públicos. Segundo esta abordagem, existiria um

problema de agência resultante da falta de alinhamento entre os incentivos dos governantes eleitos, cujos interesses supostamente coincidem com os da sociedade em geral, e os gestores dos bancos públicos, resultando em incentivos gerenciais fracos que podem gerar corrupção, ineficiência técnica e má alocação de recursos. (Pinheiro, 2007, p.162)

Deste modo, “a atratividade dos bancos públicos depende do balanço entre possíveis ganhos de eficiência na alocação de recursos (isto é, na eficiência alocativa) e as perdas decorrentes de uma menor eficiência interna (Tirole 1994; Banerjee 1997).” (Pinheiro, 2007, p.162). Em resumo, a “visão de agência” afirma que existe um trade-off entre os custos sociais gerados pelas falhas de mercado e as perdas provenientes das falhas gerenciais das instituições financeiras públicas. Neste sentido, ao analisar os potenciais benefícios ou maléficos da intervenção estatal este trade-off deve ser levado em consideração.

A visão macroeconômica, por fim, argumenta que o Estado intervém nos mercados de ativos financeiros com o objetivo de resolver o problema de coordenação existente nestes mercados. Tal problema surge, por exemplo, em períodos recessivos quando, em contraposição às políticas fiscal e monetária expansionistas, as instituições privadas reduzem a concessão de crédito. Como resultado, estas políticas perderiam parte de sua eficácia. A intervenção estatal seria, portanto, necessária para intensificar a eficiência de políticas macroeconômicas e garantir seu sucesso na estabilização da economia.

No que concerne à intervenção estatal em sistemas financeiros, Panizza, Yeyati & Micco (2004) enumeram quatro justificativas para sua promoção: a) manutenção da estabilidade do sistema bancário; b) mitigação das assimetrias de informação; c) financiamento de projetos socialmente viáveis que devido a dificuldade de avaliação não são financiados quando os mercados funcionam livremente; d) provisão de serviços bancários em áreas remotas.

Ademais, os autores destacam o enfoque baseado na Nova Teoria de Contratos Incompletos²⁹. De acordo com este enfoque a existência de falhas de mercado não garante que

²⁸ Segundo Pinheiro (2007), tal visão é adotada nos trabalhos de Tirole (1994), e Banerjee (1997).

a provisão direta seja a opção mais eficiente uma vez que “The Contractual theory [...] allows us to think about an imperfect government, which maximizes political goals such as patronage or simply the income of politicians through bribes.” (Panizza, Yeyati & Micco, 2004, p.5). Segundo Shleifer (1998), caso o governo saiba exatamente o quer, de modo que pode estabelecer contratos completos³⁰ com o setor privado, não há diferença, do ponto de vista social, se o serviço é provido diretamente pelo Estado ou por uma empresa privada contratada para tal. No entanto, no caso de contratos incompletos, quando o governo não é capaz de antecipar, regular ou estipular exatamente o que deseja, a provisão direta não resulta no mesmo nível de bem-estar social que a provisão por meio do setor privado. Neste sentido,

a propriedade direta do Estado na provisão de bens e serviços só se justifica quando: a) o incentivo para reduzir os custos pelo provedor privado pode levar a deterioração da qualidade do serviço oferecido; b) a inovação tecnológica não é importante no setor em questão; c) a concorrência é fraca e o consumidor não tem opção de escolha; e d) o incentivo para ter uma boa reputação é pequeno. (Novaes, 2007, p.42)

Panizza, Yeyati & Micco (2004) apresentam, ainda, a visão de Hart & Shleifer (1997) de acordo com a qual a provisão direta pelo Estado pode ser considerada a opção mais eficiente.

According to Hart et al. (1997), the private provider will have an incentive to reduce costs and innovate. However, the incentive to reduce costs may be in contradiction with the development objective. As economic development cannot be easily monitored (at least in the short term), the bank could take cost-saving actions that would reduce its long-term development impact. (Panizza, Yeyati & Micco 2004, p.9)

Neste contexto, conclui-se que tal teoria pode justificar a intervenção em alguns segmentos do sistema financeiro, como o mercado de crédito de longo prazo a setores estratégicos, onde estratégias de redução de custos podem resultar na inviabilização das concessões. No entanto, nos trabalhos dos autores de referência da Nova Teoria dos Contratos é defendido, em geral, que a intervenção estatal em mercados de ativos financeiros não é indicada uma vez que trata-se de um setor dinâmico.

Por fim, a partir da análise da taxonomia criada por Panizza, Yeyati & Micco (2004) afirma-se que as visões social, desenvolvimentista, e, em particular, a macroeconômica justificariam a atuação de bancos públicos nos termos deste trabalho.

²⁹ Para uma revisão de literatura acerca da aplicação desta teoria ao caso da intervenção estatal em mercados ver Shleifer (1998).

³⁰ Contratos completos são “aqueles capazes de especificar, em tese, todas as características físicas de uma transação, como data, localização, preço e quantidades, para cada estado da natureza futuro.” (Cateb & Gallo, 2007, p.2)

CAPÍTULO 2 - ANALISANDO O PROBLEMA: A CRISE FINANCEIRA INTERNACIONAL E SEUS IMPACTOS NA ECONOMIA BRASILEIRA

Em meados de 2007³¹, os mercados financeiros ao redor do mundo apresentaram grandes oscilações à medida que perdas relacionadas ao mercado imobiliário dos Estados Unidos eram divulgadas. Os investidores internacionais, temerosos com a concentração das perdas, “se apressaram em desfazer suas posições em créditos hipotecários, chegando a afetar o funcionamento de vários mercados” (Borça Junior & Torres Filho, 2008, p.131). Estes acontecimentos afetaram as expectativas de modo que os bancos comerciais, receosos com a magnitude das perdas, reduziram suas operações de crédito de curto prazo entre si. Como resultado, observou-se a elevação das taxas de juros interbancárias. “Nesse estágio, os Bancos Centrais decidiram intervir, injetando liquidez, para evitar que a crise tomasse proporções sistêmicas” (Borça Junior & Torres Filho, 2008, p.131).

No entanto, os efeitos das perdas já haviam contagiado diferentes segmentos do mercado financeiro americano e da Zona do Euro. A desconfiança quanto à saúde financeira das principais instituições financeiras americanas era crescente de modo que os sintomas de crise tornavam-se notórios no início de 2008. “No mês de março, a iminente falência do Bear Stearns, o quinto maior banco de investimento dos EUA, fez com que o Banco Central americano (FED) agisse de forma contundente” (Borça Junior & Torres Filho, 2008, p.131). Esta medida em conjunto com outras tomadas pelo FED garantiu certa tranquilidade temporária aos mercados. No entanto, em setembro do mesmo ano a falência do *Lehman Brothers*, o quarto maior banco de investimentos dos Estados Unidos, agravou profundamente a crise à medida que gerou pânico nos mercados globais. Devido a isto, este episódio é considerado o catalisador da crise, que neste ponto, tornou-se uma crise financeira internacional.

Como resultado, as economias capitalistas sofreram com a paralisação do mercado de crédito, a desaceleração no crescimento do produto, o aumento nas taxas de desocupação e retração do comércio internacional. No caso brasileiro a retração no crédito concedido por

³¹ A definição de uma data exata é uma controvérsia entre os autores. Borio (2008) destaca que as oscilações nos mercados globais teriam iniciado-se em abril de 2007, com a falência da *New Financial Corporation*, o segundo maior credor de hipotecas nos Estados Unidos. Por outro lado, Borça Junior & Torres Filho (2008) destacam que a suspensão de “resgates das quotas de três grandes imobiliários fundos imobiliários sob sua administração – Parvest Dynamic ABS, BNP Paribas ABS Euribor e BNP Paribas ABS Eonia” pelo maior banco francês, o BNP-Paribas é por muitos considerado o marco inicial da crise.

instituições financeiras privadas foi intensa com reflexos na produção industrial e no nível de atividade. Neste sentido, é vista como de grande importância a atuação dos bancos públicos que mantiveram o nível do crédito nos piores momentos da crise.

Neste capítulo será discutida a crise internacional iniciada no segmento *subprime* do mercado imobiliário americano, suas raízes, causas, interpretações, e, principalmente, seus impactos na economia brasileira. Este estudo é de grande relevância para este trabalho, uma vez que a compreensão teórica e prática da crise é fundamental para a compreensão do papel dos bancos públicos na recuperação da economia brasileira – o objetivo principal deste estudo. O capítulo possui duas seções. Na primeira analisa-se a crise a nível mundial de modo a determinar suas origens, impactos iniciais e compreender as diferentes interpretações teóricas desenvolvidas por diferentes autores. Na segunda apresentam-se os principais canais de transmissão para o Brasil, analisando-se os impactos na economia brasileira.

2.1 A Crise do *subprime* no cenário mundial: raízes, desdobramentos e concepções teóricas

Nesta seção objetiva-se apresentar e analisar a crise do *subprime* no mundo, assim como as diferentes concepções teóricas desenvolvidas acerca dela. Neste sentido, a partir de uma revisão de literatura identificou-se seus antecedentes, efeitos e interpretações. A seção é dividida em três seções secundárias. Na primeira apresenta-se os antecedentes da crise de modo a demonstrar como diferentes tendências e práticas do sistema financeiro americano resultaram no seu colapso. Na segunda expõe-se os acontecimentos que levaram a crise e são analisados seus impactos iniciais na economia mundial. Na terceira e última, analisa-se parte das concepções teóricas desenvolvidas sobre a crise como a abordagem de Hyman Minsky.

2.1.1. Antecedentes da crise

De acordo com Carvalho (2008) na última década do século passado o mercado financeiro americano foi marcado por duas tendências. A primeira seria a manutenção pelo FED de taxas de juros básicas em níveis baixos uma vez que a inflação doméstica estava controlada. Tal controle fora conquistado por meio da adoção de políticas monetárias contracionistas durante a década de 1980. Como consequência, “os ganhos dos bancos e financeiras daquele país nas aplicações tradicionais, proporcionais à taxa de juros fixada pelo FED, se mantiveram

também geralmente baixos” (p.1). A segunda tendência foi o acirramento da competição entre bancos e outras instituições financeiras não bancárias. Tal acirramento foi consequência da intensificação da desregulamentação financeira – movimento iniciado nos anos 80 em meio a “revolução conservadora” liderada por Ronald Regan e Margareth Thatcher – e da globalização financeira. Esta à medida que expandiu a área de atuação das instituições financeiras para além de suas fronteiras nacionais, motivou a competição nos mercados domésticos, especialmente nos Estados Unidos.

Neste contexto, bancos e financeiras, passaram a buscar novos mercados que promettessem maiores lucros. Estes mercados mais promissores, contudo, são também geralmente mercados de maior risco, onde se ganha mais quando se acerta, mas a chance de perda é também maior. Assim, novos instrumentos foram criados para evitar esses riscos (ou para dar a impressão de que evitavam os riscos mais importantes) e viabilizar a exploração desses segmentos. (Carvalho, 2008, p.1)

Diante dessa tendência, buscou-se mercados com maior perspectivas de retorno. “Um mercado muito promissor era o [...] de financiamento imobiliário” (Carvalho, 2008, p.2). No entanto, devido a fatores sócio-demográficos como o envelhecimento da população o mercado de crédito habitacional apresentava baixas taxas de crescimento. Para expandi-lo seria necessário a concessão de crédito a tomadores que outrora não tinham acesso ao mercado – o segmento conhecido como *subprime*. “O termo *subprime* [...] identifica precisamente os indivíduos que não teriam renda, ou garantias, ou história de crédito que justificassem a concessão do empréstimo.” (Carvalho, 2008, p.2).

A incorporação de novos tomadores foi possibilitada, ainda, pela intensificação de outra tendência no mercado financeiro americano: a utilização crescente por parte dos bancos da securitização como instrumento de administração de balanço (Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial (IEDI), 2008). Carvalho et. al. (2007) definem securitização da seguinte forma:

Securitização refere-se à transformação de obrigações financeiras geradas anteriormente em processos de oferta de crédito em papéis colocáveis diretamente no mercado. Securitização, assim, descreve um processo de *desintermediação* financeira, em que cada vez mais bancos mudam seu padrão de atuação, deixando de ser intermediários de crédito para se tornarem corretores e promotores de negócios. (p.290)

Assim, num contexto de ênfase das autoridades de regulamentação financeira nos requisitos de liquidez e capital aos moldes dos Acordos de Basiléia³², os bancos buscaram

³² O Acordo de Basiléia de 1988 estipulava aos países que aceitassem seus princípios o estabelecimento de normas regulatórias determinando “coeficientes de capital exigidos dos bancos em proporção aos seus ativos, ponderados estes últimos de acordo com seus riscos” (Carvalho et. al., 2007, p.276). Este fundamento apesar de

alternativas para reduzir as exigências de capital com o objetivo de liberar recursos para novos negócios (IEDI, 2008). Quanto ao impacto dos Acordos de Basileia sobre o comportamento das instituições financeiras, Carvalho et. al. (2007) argumentam:

De fato, o acordo concentrou-se contra *riscos de crédito* em um período em que os bancos crescentemente diversificavam suas atividades, sujeitando-se cada vez mais a outros tipos de risco contra os quais o Acordo de Basileia nada oferecia. [...] Ao impor coeficientes de capital sobre tipos de *crédito*, o acordo tornou o crédito relativamente mais caro quando comparado a outras formas de intermediação financeira, cujos riscos não tivessem de ser compensados pela constituição de capital próprio. Assim [...] o acordo acabou por agravar este processo, tornando paradoxalmente, o sistema bancário possivelmente mais frágil ao invés de mais sólido. (p.276)³³

Neste contexto, tendo como base o modelo de securitização de hipotecas desenvolvido pelas empresas privadas patrocinadas pelo governo (*government sponsored-enterprises* ou (GSE) – *Federal National Mortgage Association (Fannie Mae)* e *Federal Home Loan Mortgage Corp (Freddie Mac)* – os bancos desenvolveram novos instrumentos financeiros: os produtos financeiros estruturados. Outro mecanismo utilizado por estas instituições foi a transferência de parte de suas carteiras de crédito para empresas de propósitos especiais (as SPEs) – como os veículos de investimento estruturado, as SIVs – criadas exclusivamente para emitir e transacionar títulos lastreados em ativos de alto risco como as hipotecas *subprime* (IEDI, 2008; Kregel, 2008). Para garantir a credibilidade das SIV's junto ao mercado os bancos fundadores garantiam linhas especiais de crédito a estas instituições. Assim, circunstanciais dificuldades de liquidez seriam facilmente enfrentadas.

Os produtos financeiros estruturados possuem uma origem nebulosa visto que são desenvolvidos a partir de processos iterados de securitização. O processo se iniciava com a criação de um único fundo de investimentos (o *mortgage pool*) a partir de diferentes contratos de hipotecas (tanto *prime*, as que respeitam as condições dos emprestadores tradicionais, como *subprime*). Deste fundo, por sua vez, emitiam-se cotas (*tranches*) de diferentes classes de risco que detinham retorno proporcional a probabilidade de perda (quanto maior esta probabilidade maior é a taxa de retorno). Neste sentido, a cota de maior retorno (chamada de patrimônio líquido ou, ainda, de “lixo tóxico”) assumiria as primeiras perdas em caso de atrasos ou inadimplência de pagamentos. Caso estas perdas superassem o montante do

expandido para a cobertura do risco de mercado e do operacional, além do de crédito foram mantidos em Basileia II.

³³ Esta tendência foi fortalecida, ainda, pela maior flexibilidade de gestão de riscos por parte dos bancos concedidas por Basileia II.

patrimônio líquido, as perdas seriam assumidas pela classe de risco seguinte, e assim sucessivamente. (Borça Junior & Torres Filho, 2008; Kregel, 2008; IEDI, 2008)

Para transacionar as cotas os bancos as dividiam em três grupos: as de menor risco; as de risco médio; e as de maior risco (o “lixo tóxico”). As primeiras eram vendidas diretamente aos mercados. As cotas de risco médio tinham dois possíveis destinos: ou eram vendidas aos *hedge funds*³⁴ ou eram transferidas a um fundo *Collateralized debt obligation* (CDO). Neste último caso eram transacionadas juntamente com outros títulos de dívida de modo a garantir a máxima diluição do risco de cada hipoteca, e, conseqüentemente, melhores classificações das agências de risco. Por fim, o lixo tóxico era transacionado pelas SIVs que emitiam títulos de curto prazo lastreados nestas cotas (*asset backed commercial papers*). Tais títulos, por sua vez, eram adquiridos por empresas como meio para remunerar suas aplicações de caixa.³⁵ (Borça Junior & Torres Filho, 2008; Kregel, 2008)

A expansão intensa do processo de securitização de títulos de créditos imobiliários e a venda dos instrumentos financeiros estruturados no mercado de capitais garantiram os recursos necessários para o financiamento de imóveis do segmento *subprime*. Os empréstimos ao segmento expandiram-se consideravelmente no período, atingindo 20% do mercado total de novas hipotecas (Borça Junior & Torres Filho, 2008). Esta expansão aliada ao baixo nível dos juros garantiu a continuidade do longo período de valorização dos imóveis nos Estados Unidos.

Quanto aos créditos *subprime* é importante destacar, ainda, que estes eram, como argumenta Borça Junior & Torres Filho (2008), operações de longo prazo com condições híbridas de pagamento³⁶, compostas por dois regimes:

Havia um período inicial curto, de dois ou três anos, em que as prestações e as taxas de juros eram fixas e relativamente baixas, geralmente inferiores às praticadas no mercado. Nos 27 ou 28 anos restantes, as prestações e os juros possuíam valores mais elevados e reajustados periodicamente com base em taxas de mercado. Adicionalmente, existiam outros tipos de contrato[...] nos quais os tomadores honravam, por um determinado período inicial, apenas os juros relativos ao

³⁴ Estes fundos buscam aplicações de maior retorno. Assim, suas probabilidades de perda (risco) são maiores.

³⁵ As SIVs enfrentavam considerável risco de descasamento uma vez que seus passivos eram de curtíssimo prazo, enquanto seus ativos eram de longo prazo. Assim, era necessário que estes veículos mantivessem programas permanentes de colocação e resgate de seus títulos (*commercial papers*) no mercado.

³⁶ “Segundo Kiff & Mill (2007), cerca de dois terços das concessões de financiamento imobiliário realizados em 2005 e 2006 nos Estados Unidos combinavam taxa de juros fixa nos dois primeiros anos, que são convertidas em taxa de juros flutuante nos 28 anos seguintes” (IEDI, 2008).

financiamento imobiliário. Algum tempo depois, além da parcela de juros, era necessário realizar amortizações do principal da dívida contratada [Cintra e Cagnin (2007)]. (p.138)

Neste sentido, a continuidade do processo de expansão do mercado imobiliário, assim como a sustentabilidade de todo o complexo mercado de títulos criados a partir dos hipotecas dependiam da continuidade do processo de valorização dos imóveis³⁷, e da manutenção do baixo nível da taxa de juros básica.

2.1.2 A Crise do Subprime e seus efeitos imediatos.

Com a elevação do nível da taxa básica de juros, o refinanciamento das hipotecas foi dificultado de modo que o esquema anteriormente descrito foi comprometido. Como resultado, observou-se a desaceleração do mercado imobiliário americano de modo que os preços dos imóveis começaram a ceder. Com isso, as taxas de inadimplência cresceram à medida que os contratos migravam para o segundo regime de pagamento. Com a elevação das taxas de inadimplência, comprometia-se as receitas esperadas das cotas de maior e médio risco emitidas a partir do *mortgage pool*:

O acúmulo de prestações em atraso comprometeu não só as receitas esperadas das cotas *equity* que pertenciam às SIVs, mas também das *tranches* de menor risco que formavam os fundos CDO. Diante da falta de informações claras sobre o tamanho e a responsabilidade das perdas em curso, os investidores correram para resgatar suas aplicações em fundos imobiliários e, simultaneamente, pararam de renovar as aplicações em commercial papers lastreados em ativos emitidos pelas SIVs. A consequência foi a elevação de suas taxas de captação em relação à taxa básica de juros da economia, os Fed Funds, indicando problemas de liquidez a curto prazo no sistema financeiro americano. (Borça Junior & Torres Filho, 2008, p.144)

As turbulências geradas pela supracitada elevação da inadimplência não ficaram restritas ao mercado de crédito. O caráter nebuloso dos instrumentos financeiros de crédito, as linhas especiais de crédito concedidas às SIVs por bancos, e as perdas diretas relacionadas à queda no preço dos títulos lastreados em hipotecas resultaram na contaminação de diferentes mercados. Neste sentido, IEDI (2008) conclui:

Dada a integração dos diferentes segmentos dos mercados, a crise iniciada no mercado hipotecário se espalhou. Em um cenário de forte incerteza em relação ao risco de contraparte, os bancos passaram a exercer preferência pela liquidez,

³⁷ Esta garantia a possibilidade de refinanciamento da dívida hipotecária. Quando ocorria a mudança de regime de pagamento os tomadores de crédito conseguiam “re-hipotecar” o imóvel de modo a ingressar novamente no regime inicial com taxas de juros baixas e fixas.

contraindo os empréstimos no mercado interbancário. Igualmente, reduziram a concessão de crédito aos clientes, mesmo os de excelente risco. (p.1)

O impacto nos mercados interbancários foi notório. Os bancos sofreram perdas não apenas pela queda no valor dos ativos lastreados em hipotecas que detinham em suas carteiras mas, principalmente, devido à concessão de crédito via linhas especiais para as SIVs. Como resultado, tais instituições assumiram uma postura de forte aversão ao risco de modo que os empréstimos entre elas foram prejudicados. As taxas de juros nos mercados interbancários aumentaram, atingindo níveis de prática paralisação do mercado (Borça Junior & Torres Filho (2008).

Como resposta às tensões no sistema bancário, os Bancos Centrais intervieram injetando liquidez para evitar que a crise tomasse proporções sistêmicas. Esta intervenção, aliada à atuação do FED frente à iminente falência do Bear Stearns e à “decisão de garantir as condições de liquidez de todo o mercado financeiro americano, afastou, pelo menos temporariamente, as expectativas mais pessimistas sobre o andamento da crise.” (Borça Junior & Torres Filho, 2008, p.131).

No entanto, em setembro de 2008, a falência do *Lehman Brothers* gerou pânico nos mercados globais. Esta resultou na intensificação das “preocupações e desconfianças com relação à solvência do sistema bancário americano e seus impactos no lado real da economia.” (Borça Junior, 2009, p.45). Ocorreram perdas vultuosas nos mercados acionários de todo o mundo e as taxas de juros no mercado interbancário voltaram a subir a patamares proibitivos. Estudo de Borça Junior (2009) revela que o *spread* (diferencial) entre as taxas de juros *Libor* do mercado interbancário londrino – *benchmark* de curto prazo nos mercados interbancários – e as dos títulos públicos do governo americano de maturidade semelhante – *proxy* para a taxa de remuneração livre do risco de mercado – cresceu consideravelmente no período pós falência do *Lehman Brother*. Portanto, é notório que “aumentou consideravelmente, a percepção de risco dos bancos na realização de empréstimos entre si.” (Borça Júnior, 2009, p.49).

Como resposta ao pânico globalizado gerado pela falência desse importante banco de investimento, o FED ampliou a liquidez da economia. Para tal a autoridade monetária agiu de duas maneiras distintas. Inicialmente, atuou trocando títulos públicos de sua carteira por créditos privados menos líquidos que os bancos detinham em suas carteiras. Num segundo momento, a partir de setembro de 2008, atuou ampliando o crédito ao setor privado por meio

de vários instrumentos como operações compromissadas (*repurchase agreements*) e leilões de crédito (*term auction credits*) (Borça Júnior, 2009).

No que concerne aos impactos sobre a economia real Carvalho (2008) afirma que o clima de temor e desconfiança, além da diminuição da capacidade de empréstimo das instituições financeiras, devido às perdas de capital, resultaram na retração das atividades destas instituições. Como consequência

bancos e financeiras passam a emprestar menos e empresas se vêem sem capital de giro para produzir, consumidores deixam de adquirir bens duráveis porque não há crédito etc. A economia *real* começa a esfriar, o crescimento econômico se desacelera ou se transforma em contração, o desemprego cresce, e o risco de uma recessão séria se instala (p.1).

Como resultado observou-se forte desaceleração das taxas de crescimento da economia mundial, que passaram de 5,34% em 2007 para 2,83% em 2008, chegando a -0,58% em 2009³⁸. Este comportamento deveu-se, em parte, à forte queda no comércio internacional observada no período, em especial, após setembro de 2008 quando ocorreu a falência do *Lehman Brothers*. “Estudos recentes apontam que a retração do comércio foi tão intensa que superou até mesmo aquela ocorrida durante a Grande Depressão de 1929.” (Borça Junior, 2010, p.92)

De acordo com Borça Junior (2010) a queda no comércio internacional ocorreu devido inúmeras causas, dentre as quais se destacam: a queda da atividade econômica, o ressurgimento do protecionismo, e a queda acentuada de preços das *commodities* mais negociadas internacionalmente.

Por fim, afirma-se que após a falência do banco de investimentos *Lehman Brother* a crise, que era restrita a alguns segmentos do sistema financeiro norte-americano, tomou proporções de crise financeira internacional. Consequências imediatas foram quedas bruscas nas cotações das bolsas de valores ao redor do mundo, restrição de liquidez no sistema financeiro internacional e contração intensa das transações comerciais entre os países.

³⁸ Dados do [World Economic Outlook Database, October 2010](#), publicação do Fundo Monetário Internacional (FMI).

2.1.3 Concepções teóricas acerca da crise financeira internacional

A crise financeira recente responsável pela geração de grandes turbulências sobre os mercados globais em meados de 2007 e que se agravou em setembro de 2008 com a falência do *Lehman Brothers* foi objeto de estudo de muitos pesquisadores. A abordagem que ganhou destaque no cenário global foi a baseada nos estudos de Hyman Minsky (1919 – 1996), economista americano que deu importantes contribuições para o entendimento de crises financeiras.

Para Minsky (1993), todo agente deve ser visto como uma espécie de balanço com entradas e saídas de caixa. Estas determinam a condição de solvência e de liquidez dos agentes. Neste sentido, como a posição dos agentes em relação ao balanço é assimétrica (as obrigações são certas enquanto os direitos são incertos), eles mantêm margem de segurança (*cushion of safety*).

O autor identifica três posturas de financiamento (*income-debt relation*) distintas: *hedger*, especulador e Ponzi. Os *hedgers* são agentes solventes, líquidos e que mantêm altas margens de segurança. Em outras palavras, estas unidades econômicas detêm recursos para honrar todas as suas obrigações. Os especuladores, por sua vez, são solventes, mas ilíquidos, não podendo honrar suas obrigações em algum período. Ademais, as margens de segurança mantidas por estes agentes são reduzidas quando comparadas às mantidas pelos *hedgers*. Devido a tais características estes agentes estão expostos ao risco de rolagem³⁹. Por fim, para as unidades Ponzi a condição de solvência depende da valorização dos ativos. Estes são agentes que não detêm entradas suficientes para honrar suas obrigações (tanto a taxa de juros quanto o principal) uma vez que praticamente não mantêm margens de segurança.

O argumento central de Minsky (1993) é que em períodos de prosperidade econômica as economias capitalistas tendem a migrar de uma estrutura financeira dominada por *hedgers* para estruturas com maior percentual de unidades especuladoras ou Ponzi. Para Minsky uma economia dominada por especuladores e Ponzi é mais vulnerável às flutuações. Assim, a instabilidade financeira seria gerada de modo endógeno uma vez que a migração de uma postura *hedger* para especuladora (ou Ponzi caso o agente especulador não consiga rolar sua dívida e/ou arrecadar os recursos necessários para honrá-la devido à *deflação de ativos*) é

³⁹ O risco de rolagem corresponde a probabilidade dos credores não aceitarem rolar a dívida ou aceitem a rolagem cobrando taxas de juros proibitivas.

considerado um movimento natural do ciclo econômico. Portanto, como defendido por Minsky (1982; 1993), a estabilidade seria desestabilizante.

Muitos especialistas utilizaram a abordagem *minskyana* para explicar a atual crise financeira. Kregel (2008) afirma que é notório que a atual crise envolveu posturas de financiamento Ponzi e margens de segurança declinantes. O autor argumenta que inicialmente os empréstimos imobiliários seriam esquemas hedgers ou especuladores. Entretanto, quando o empréstimo migrava para o segundo regime de pagamento os esquemas revelavam-se Ponzi, uma vez que as obrigações só poderiam ser honradas mediante a valorização dos ativos.

Para Ferreira & Penin (2007), diante das boas condições macroeconômicas apresentadas pela economia mundial nos anos anteriores a crise houve uma “ampliação de arranjos financeiros especulativos [...] caracterizado por dependência do sistema financeiro por conta da necessidade de contrair empréstimos em alguns instantes” (p.28). Assim, houve uma redução das “margens de manobra” da economia uma vez que a proporção de obrigações em relação aos fluxos futuros de receitas esperados eram altos. Neste sentido, a crise do *subprime* seria uma crise financeira no sentido *minskyano*.

Por outro lado, Kregel (2008) discorda que a crise do mercado imobiliário seja uma crise nos termos de Minsky. Para o autor,

In the traditional Minsky process, bank profitability depended on the ability to evaluate the credit of borrowers and to hedge the risk of borrowing short and lending long. In the current situation, the profits of the credit rating agencies are independent of their ability to correctly evaluate risk. It has been suggested that the agencies' profits are correlated with the overestimation of creditworthiness and the undervaluation of risk. (p.21)

Kregel (2008) defende que no atual sistema as operações bancárias baseadas no modelo “originar e distribuir” são concentradas em maximizar as receitas e comissões adquiridas com a criação, emissão e corretagem de ativos em estruturas fora do balanço. Assim, a deterioração da capacidade dos bancos de avaliar o risco, vista como ponto fundamental na caracterização de Minsky das crises financeiras, não seria observada na crise atual.

Outra concepção da crise do subprime é a desenvolvida por Borio (2008). A influência *minskyana* é notória uma vez que o autor defende que a crise foi o resultado natural de um longo período caracterizado pela adoção generalizada de posições de alto risco. Ela, assim, representaria um exemplo típico de instabilidade financeira resultante de períodos de expansão financeira acelerada características dos períodos expansivos do ciclo.

Em sua análise, Borio (2008) argumenta que as crises financeiras são compostas por dois tipos de fatores: os específicos e os estruturais. Os fatores específicos estão ligados às inovações financeiras contemporâneas ao período de análise, como seria, no caso da crise do *subprime*, a proliferação de produtos financeiros estruturados de derivativos de crédito – fundos CDOs e SIVs. O fator estrutural seria, seguindo a tradição *minskyana*, "a agressiva e generalizada tomada de risco por parte dos agentes econômicos, seguida da diminuição das margens de segurança por parte das instituições financeiras na concessão de recursos, é responsável por criar os desequilíbrios típicos de momentos de boom que antecedem o estopim das crises." (Borça Junior & Torres Filho, 2008, p. 156)

Por fim, afirma-se que, como destacado anteriormente, a maioria das teorias desenvolvidas com o intuito de explicar as raízes da crise financeira internacional de 2008 são baseadas na abordagem de Minsky, de acordo com a qual a experiência de segurança, característica em períodos de prosperidade econômica, geraria o comprometimento da mesma.

2.2. A Crise no Brasil: canais de transmissão e impactos na economia brasileira

Nesta seção objetiva-se analisar os canais de transmissão do colapso internacional para a economia brasileira, assim como seus impactos. Esta análise é de grande relevância para este trabalho que visa analisar e avaliar o papel dos bancos públicos no combate aos efeitos negativos da crise. A seção está dividida em duas seções secundárias. Na primeira apresenta-se o comportamento da economia brasileira às vésperas do aprofundamento da crise em 2008, com a falência de um importante banco de investimentos americano. Na segunda e última, identifica-se os canais de transmissão, analisando-os a partir da visão de diferentes autores. Nesta apresenta-se, ainda, os principais efeitos da crise do *subprime* na economia nacional.

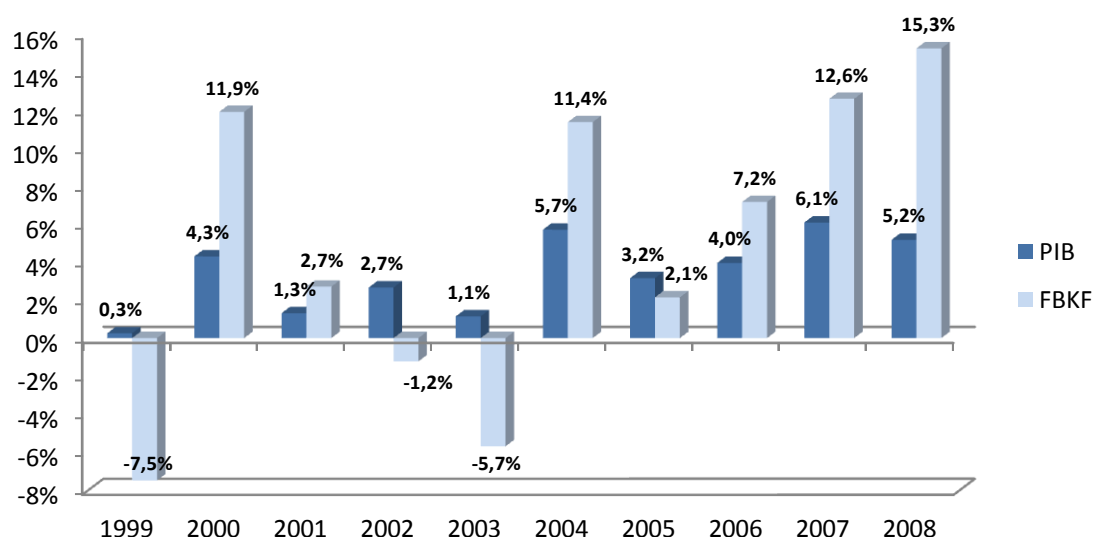
2.2.1 Antecedentes

Após longo período de baixas taxas de crescimento, o Brasil ingressou a partir de 2004 em uma trajetória de crescimento caracterizada por altas taxas de expansão do Produto Interno Bruto (PIB), taxas de investimento elevadas (considerando seu comportamento histórico), redução da taxa de desocupação, expansão acelerada do crédito, aumento da produtividade industrial, taxas de inflação anual dentro da meta estabelecida pelo Banco Central do Brasil, e redução das desigualdades sociais (Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada - IPEA, 2009).

Neste sentido, afirma-se que a economia brasileira estava vivendo um “círculo virtuoso de expansão apoiado no mercado doméstico, que estava proporcionando elevada acumulação de capital e redução das desigualdades sociais” (Gentil & Magalhães, 2009, p.1).

A partir de 2006 as taxas de crescimento da Formação Bruta de Capital Fixo (FBKF) foram superiores às de crescimento do PIB (Gráfico 1). Assim, afirmava-se que “um crescimento sustentado poderia estar se consolidando, apoiado em uma sólida ampliação do consumo privado alimentada pelo aumento do emprego e pelas políticas de distribuição de renda adotadas no governo Lula da Silva” (Carvalho & Souza, 2009, 1).

Gráfico 1 - FBCF e PIB – taxas de crescimento real (% a.a.) – 1999/2008.



Fonte: Elaboração própria com base nos dados do IBGE.

No que concerne a expansão dos investimentos, Puga, Borça Júnior & Nascimento (2010) afirmam que a taxa de investimento começou a se recuperar devido à expansão dos setores ligados às exportações (mineração e petróleo e gás) beneficiados, por sua vez, pelo comportamento dos preços do petróleo e das *commodities* metálicas. Posteriormente os investimentos expandiram-se para os demais setores da economia como o de bens de consumo durável (estimulados pela expansão do mercado interno) e de infraestrutura.

Por outro lado, desde o fim de 2007 as contas externas apresentavam sinais de deterioração, apesar da manutenção do saldo positivo da balança comercial. O diferencial entre a taxa de juros interna e externa aliado ao comportamento positivo da economia

brasileira estimulava a entrada intensa de capitais no país. Como resultado, o real valorizou-se, prejudicando às exportações (principalmente de produtos industrializados) e estimulando as importações (incentivadas, ainda, pelo crescimento da renda doméstica). Por outro lado, o saldo da balança comercial foi favorecido pela alta nos preços das *commodities* e pelo aquecimento da demanda internacional, principalmente pela demanda crescente da China por *commodities* metálicas. Como resultado, observou-se certa deterioração da pauta de exportações uma vez que o peso das vendas de produtos primários crescia. Ademais, a progressiva deterioração das contas externas foi estimulada, ainda, pelo aumento das remessas de lucros e dividendos.

A maciça entrada de divisas atraídas pela taxa de juros interna, considerada elevada nos padrões internacionais, e a trajetória de crescimento da economia brasileira resultaram na acumulação recorde de reservas internacionais pelo Banco Central – “superior a US\$ 200 bilhões” (Gentil & Maringoni, 2009, p.15). O elevado estoque de reservas aliado ao “não comprometimento da dívida interna com indexação ao dólar e do reduzido estoque da dívida externa” (Gentil & Maringoni, 2009, p.15), concedia a economia brasileira uma posição menos vulnerável às flutuações da economia internacional.

2.2.2 Canais de transmissão e impactos da crise financeira mundial na economia brasileira

Como apresentado na seção anterior até meados de 2008 a economia brasileira estava em uma trajetória de crescimento acelerado caracterizada por elevação das taxas de investimento. No entanto, o agravamento da crise financeira internacional causado pela quebra do *Lehman Brothers*, no último trimestre de 2008, fez com que os efeitos da crise chegassem a economia brasileira, apesar da confiança de diferentes setores da sociedade “na capacidade de resistência da economia brasileira às ondas de choque providas do exterior” (Carvalho & Souza, 2009, p.1).

Neste sentido, Prates (2010) destaca que

[...] não se confirmou a hipótese do “descolamento” (decoupling), defendida por vários analistas – segundo a qual os países emergentes asiáticos e latino-americanos, com situação externa e fiscal favorável, elevadas reservas cambiais e inflação sob controle, seriam capazes de sustentar seu dinamismo econômico após a eclosão da crise. (p.53)

A autora afirma que, dada à natureza hierárquica e assimétrica do sistema monetário financeiro internacional, o dólar seria a divisa-chave, uma vez que as “divisas se posicionam de forma hierárquica, de acordo com o grau de conversibilidade.” (p.53). Neste sentido, é afirmado que

[...] os fluxos de capitais direcionados aos países emergentes [...] dependem, em última instância, de uma dinâmica exógena a esses países, que estão permanentemente vulneráveis à sua reversão, decorrente tanto de mudanças na fase do ciclo econômico e/ou na política monetária dos países centrais, como do aumento da preferência pela liquidez dos investidores globais. (p.54)

Assim, caso haja reversões no ciclo econômico, da política monetária e/ou aumento na preferência pela liquidez dos investidores internacionais os mercados emergentes seriam afetados mesmo apresentando situação externa e fiscal favoráveis. A fuga de capitais estaria ligada, entre outros fatores, a aversão a risco dos investidores internacionais que diante de crises financeiras optam por repatriar suas aplicações e investi-las em aplicações que consideram seguras.

Neste sentido, um dos primeiros impactos do agravamento da crise na economia brasileira foi a saída de capitais, a conseqüente queda do Índice da Bolsa de Valores de São Paulo (IBOVESPA) e desvalorização cambial. Como foi destacado por IPEA (2009), “A escassez de liquidez nos países centrais fez que especuladores e empresas multinacionais vendessem seus ativos nos mercados financeiros emergentes e repatriassem seus lucros, a fim de fornecer dólares a suas matrizes.” (p.89).

Por outro lado, diferentemente do que ocorrera em outros países europeus e asiáticos, a crise financeira não atingiu o sistema bancário brasileiro. Quanto a este fato Carvalho & Souza (2009) argumenta que

A combinação de altas taxas de juros domésticas, pagas principalmente sobre um amplo estoque de títulos públicos detido pelo sistema financeiro, com a perspectiva de apreciação continuada da moeda local, [...] resultante, em grande parte, da política monetária implementada pelo Banco Central, [...] ajudou a blindar o sistema financeiro brasileiro contra o canto de sereia da aplicação em mercados financeiros internacionais. Praticamente nenhuma oportunidade de aplicação financeira poderia oferecer combinação semelhante de retornos, liquidez, segurança contra riscos em geral, que a dívida pública brasileira (p.1).

A alta taxa de juros interna e o pesado aparato regulatório ao qual os bancos comerciais estão submetidos resultaram na blindagem do sistema bancário brasileiro. As carteiras dos bancos comerciais eram de perfil conservador, compostas principalmente por

títulos da dívida pública. Assim, estas instituições não sofreram perdas significativas como ocorrera com as instituições financeiras americanas e européias.

Apesar desta “blindagem” do sistema bancário, os canais de transmissão da crise financeira para a economia brasileira foram diversos. IPEA (2009) identifica quatro pontos de contágio, são eles: o plano das expectativas, a intensa financeirização das empresas do setor real, o impacto nas contas externas e a contração global do mercado de crédito.

Com a deterioração da economia mundial as expectativas dos agentes econômicos foram contaminadas. Neste contexto, “as empresas brasileiras, mesmo saudáveis, teriam compartilhado do clima de temor e desconfiança que existia externamente. A percepção de que a crise é muito mais grave e intratável espalhou-se pelo mundo” (IPEA, 2009, p.89). Estudo promovido por economistas do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) demonstra que a crise, no primeiro momento, levou a uma “forte reversão nas expectativas de investimento na indústria e nos setores de infraestrutura. [...] Na maioria dos setores, foi detectado um movimento mais de adiamento que de cancelamento de projetos” (Puga; Borça Júnior & Nascimento, 2010, p.67). Devido a isso, observou-se queda acentuada nos investimentos em 2009.

Nos últimos anos com a forte valorização do IBOVESPA e a apreciação da moeda brasileira as empresas não-financeiras detinham parcela substancial de seus ativos investidos em aplicações financeiras típicas de instituições financeiras como derivativos cambiais. Quando os impactos da crise afetaram a economia brasileira, a bolsa de valores apresentou índices declinantes devido ao pânico nos mercados globais. Paralelamente o real sofreu grande desvalorização motivada pela saída de capitais. O resultado foi que os ativos destas empresas sofreram elevada perda de valor, o que comprometeu sua capacidade de investir, e conseqüentemente a demanda agregada (IPEA, 2009).

O terceiro canal de transmissão foi o desempenho das contas externas, principalmente o da conta corrente e da conta financeira. Carvalho & Pires (2009) destacam que diante do agravamento da crise houve o desaparecimento das linhas de financiamento à exportação. Neste trabalho os autores destacam que

Essas linhas são em geral mantidas seja por bancos estrangeiros, seja pela colocação de papéis, por bancos brasileiros, no exterior. A intensa retração do crédito verificada nos Estados Unidos e na Europa levaram a uma redução do crédito a países emergentes, o que, no caso do Brasil, refletiu-se numa quase imediata indisponibilidade de crédito à exportação.(p.2)

A escassez de linhas de financiamento, a redução da demanda internacional e a queda no preço das *commodities* resultaram na queda das exportações. Por outro lado, a forte desvalorização cambial e a queda na demanda doméstica resultaram na diminuição das importações. Entretanto, como destacado por IPEA (2009), a queda nas exportações foi proporcionalmente maior de modo que se observou uma queda contínua no saldo positivo da balança comercial. Ademais, tal redução do saldo da balança comercial foi motivado, ainda, pela rápida deterioração dos termos de troca. Como destaca IPEA (2009), “os preços das importações subiram enquanto os preços das exportações reduziram-se de forma persistente a partir de setembro de 2008” (p.93). Outro impacto nas transações comerciais brasileiras foi a intensa primarização da pauta de exportações uma vez que “as exportações de produtos básicos foram progressivamente superando as vendas de manufaturados” (Gentil & Maringoni, 2009, p.13).

A conta corrente do balanço de pagamentos sofreu deterioração, ainda, devido ao déficit crescente da conta de rendas. Diante do agravamento da crise, filiais de empresas e bancos internacionais enviaram considerável montante de recursos às suas matrizes para compensar as perdas em outros mercados.

No que concerne à conta financeira⁴⁰ a forte evasão de capitais verificada com o agravamento da crise resultou na deterioração de seu resultado. De acordo com IPEA (2009), “no acumulado de outubro a dezembro de 2008, a conta financeira registrou déficit de US\$ 21,536 milhões”.

O quarto canal de transmissão – o mercado de crédito – é considerado por muitos especialistas como um dos grandes responsáveis pelo contágio da economia brasileira. Carvalho & Souza (2009) afirmam que diante de uma sequência de eventos desfavoráveis as expectativas do setor financeiro se deterioraram, de modo que a concessão de crédito reduziu-se. Os eventos destacados pelos autores foram: as oscilações no mercado acionário; a rápida desvalorização cambial; e a divulgação que grandes empresas brasileiras sofreram perdas vultuosas devido a aplicações no mercado de derivativos. Paralelamente, o desaparecimento do financiamento externo e o encolhimento do mercado de capitais resultaram na sobrecarga do mercado de crédito. (Carvalho & Souza, 2009).

⁴⁰ De acordo com a nova metodologia do balanço de pagamentos, a conta financeira registra a entrada e a saída de fluxos de capitais do país.

Cabe ressaltar, porém, que de acordo com IPEA (2009b) a escassez de crédito foi mais intensa no caso das pequenas e médias empresas uma vez que estas, devido à concorrência com grandes empresas⁴¹ no mercado financeiro doméstico, dependiam do crédito bancário para financiar-se.

O impacto sobre o mercado de crédito foi potencializado, ainda, pela diminuição da oferta por parte dos bancos de médio porte. Estes, tradicionais emprestadores do segmento empresarial intermediário, enfrentaram grande dificuldade para captação de recursos devida a crise de confiança instaurada no mercado financeiro (IPEA (2009b).

Dado o escopo deste trabalho, é fundamental destacar que a retração no mercado de crédito foi resultando da diminuição da concessão por instituições financeiras privadas. O objetivo deste estudo é, entre outros, demonstrar que a atuação maciça das instituições financeiras públicas foi a grande responsável pela manutenção do nível do crédito. Como destacado por Hermann (2011) “a retração ou lenta expansão da renda agregada nestas fases compromete a capacidade de pagamento dos devedores em geral, tornando os potenciais ofertantes de fundos mais cautelosos. Cria-se, assim, um círculo vicioso, no qual a retração de crédito e da atividade produtiva se realimentam mutuamente, dificultando a recuperação econômica.” (p.5). Neste sentido, a expansão das operações de crédito pelos bancos públicos teria sido de extrema importância para reverter a retração no mercado.

Os impactos da crise financeira internacional sobre a economia brasileira resultaram na queda da produção industrial brasileira. Dados do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) registram que entre setembro de 2008 e março de 2009 houve uma retração de 16%⁴². IPEA (2009b) identifica alguns dos fatores que combinados explicariam esta retração, são eles: a restrição ao crédito, a queda do comércio internacional, a deterioração das expectativas, o acúmulo elevado de estoques, e os impactos defasados do aumento das taxas de juros pelo Banco Central.

De acordo com Carvalho & Souza (2009), a retração na indústria e no nível de atividade foram resultado da restrição de crédito. Os autores argumentam que tal restrição afetou setores produtores de bens de consumo duráveis, em especial o automotivo. A queda na atividade nestes setores, por sua vez, reduziu a demanda por bens intermediários de modo

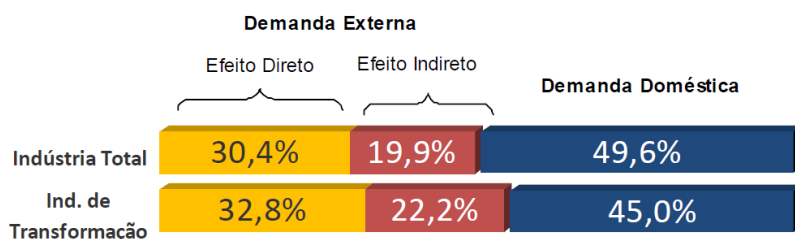
⁴¹ Estas empresas “antes de setembro, buscavam recursos no exterior ou no mercado de capitais interno” (IPEA, 2009b, p.14).

⁴² Dados dessazonalizados da Pesquisa Mensal da Indústria divulgada mensalmente pelo IBGE.

que acarretou a redução da produção nas indústrias de transformação e demais fornecedores. “O crescimento da capacidade ociosa na indústria desestimulou o prosseguimento de investimentos. Consumidores foram, ao final, contagiados pelo clima de crise, retraindo suas demandas” (p.4). Tal movimento de retração da demanda privada resultou, por fim, na contração da produção industrial brasileira.

Por outro lado, Puga, Sant’Anna & Nascimento (2010) defendem que esta contração foi causada em grande parte pela queda das exportações (Gráfico 2). Para fundamentar esta afirmação os autores argumentam que o considerável grau de verticalização da produção para a exportação amplia significativamente o efeito total da queda das exportações sobre a produção industrial. Assim, ao considerar tanto os efeitos diretos quanto indiretos⁴³ os autores concluíram que “a retração nas exportações foi responsável por metade da queda na produção industrial nos seis meses seguintes ao agravamento da crise internacional.” (p.85).

Gráfico 2 - Participação na queda da produção industrial (% do total)



Fonte: Sant’Anna & Nascimento, 2010, p.83. Elaborado pelo BNDES a partir de dados do IBGE, Secex e Funcex.

Diante da retração no nível de atividade houve destruição líquida de postos de trabalho (contratos formais). Estudo realizado por IPEA (2009c) afirma que a redução foi mais intensa nos setores industriais e ligados a exportação. Tal fato, destaca o estudo, foi reflexo da redução da produção industrial e das vendas externas. Ademais, argumenta-se que a crise acentuou uma tendência já existente no mercado de trabalho: a concentração das “admissões nos postos de trabalho destinados aos trabalhadores mais jovens com menores níveis de renda e nível de escolaridade cada vez mais elevado” (p.18).

Por fim, destaca-se que apesar dos profundos impactos da crise financeira internacional, iniciada em meados de 2007, no mercado imobiliário americano, as respostas da economia brasileira foram positivas. Neste contexto, afirma-se que a presença de

⁴³ Efeitos indiretos correspondem aos efeitos da queda das exportações sobre a produção de seus fornecedores (Puga, Sant’Anna & Nascimento, 2010).

poderosos instrumentos de política anticíclica como bancos públicos e empresas estatais estáveis foram um diferencial da economia nacional. Ademais, o mercado interno fortalecido por políticas sociais de distribuição de renda, e principalmente, por aumentos reais do salário mínimo apresenta-se como uma fonte de sustentação da demanda de modo que logrou-se em amortecer os efeitos negativos da crise.

CAPÍTULO 3 - O SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL À ÉPOCA DA CRISE DO SUBPRIME: UMA ANÁLISE DO PAPEL DOS BANCOS PÚBLICOS

Ao longo dos dois últimos capítulos foram analisados os argumentos teóricos que justificariam ou não a intervenção do Estado em sistemas financeiros e os impactos da crise financeira internacional sobre a economia brasileira. Tais estudos foram necessários para a compreensão teórica e prática do problema abordado neste estudo.

Neste capítulo testa-se a hipótese deste trabalho: bancos públicos são importantes instrumentos de política anticíclica uma vez que mantém o nível de oferta de crédito em períodos recessivos de modo a impedir a “paralisação” do mercado crédito e a conseqüente intensificação da retração da atividade econômica. Para tal executa-se um estudo de caso, analisando a atuação dos três principais bancos públicos federais (o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, o Banco do Brasil e a Caixa Econômica Federal) durante a crise financeira internacional, iniciada em 2007, no mercado imobiliário dos Estados Unidos.

O capítulo é estruturado em duas seções. Na primeira examina-se a estrutura e o comportamento do Sistema Financeiro Nacional. Tal estudo faz-se necessário para compreensão do *status quo* do sistema antes do agravamento da crise. Na segunda é analisada de forma individual a atuação dos bancos públicos supracitados com o objetivo de analisar o seu papel anticíclico.

3.1 O Sistema Financeiro Nacional: uma breve análise.

Nesta seção apresenta-se alguns aspectos do Sistema Financeiro Nacional de modo a fornecer o embasamento operacional para a análise que será realizada na seção seguinte. Na primeira subseção apresenta-se a estrutura do sistema, especificando as diferentes formas de desagregações e as instituições que o compõe. Na segunda, examina-se o comportamento recente do mercado de crédito, segmento do sistema no qual operam as instituições financeiras públicas que serão analisadas na seção 3.2.

3.1.1 Estrutura do Sistema Financeiro Nacional

Segundo Carvalho (2007), um sistema financeiro é definido pelo conjunto de mercados de ativos financeiros, classificados “em função das classes de ativos transacionados,

as instituições financeiras participantes, as inter-relações entre eles e os regulamentos e regras de intervenção do poder público na organização e na supervisão das operações”. Neste sentido o sistema financeiro brasileiro, denominado Sistema Financeiro Nacional (SFN), é definido por dois subsistemas: o normativo e o operativo, sendo o primeiro constituído por órgãos normativos e entidades supervisoras, e o último por instituições operadoras (Camargo, 2009).

Os órgãos normativos têm como função a elaboração de normas de política e diretrizes a serem adotadas no SFN. São eles: o Conselho Monetário Nacional⁴⁴ (CMN), órgão de cúpula do SFN responsável por expedir diretrizes gerais para o bom funcionamento deste; o Conselho Nacional de Seguros Privados⁴⁵ (CNSP), órgão responsável por fixar as diretrizes e normas da política de seguros privados; e o Conselho Nacional de Previdência Complementar (CNPc), órgão colegiado que integra a estrutura do Ministério da Previdência Social e cuja competência é regular o regime de previdência complementar operado pelas entidades fechadas de previdência complementar (fundos de pensão) (Bacen).⁴⁶

Quanto ao CMN destaca-se que suas principais funções são:

adaptar o volume dos meios de pagamento às reais necessidades da economia; regular o valor interno e externo da moeda e o equilíbrio do balanço de pagamentos; orientar a aplicação dos recursos das instituições financeiras; propiciar o aperfeiçoamento das instituições e dos instrumentos financeiros; zelar pela liquidez e solvência das instituições financeiras; coordenar as políticas monetária, creditícia, orçamentária e da dívida pública interna e externa. (Composição [Internet], Bacen)

O SFN é estruturado de modo que a cada órgão normativo sejam vinculadas entidades supervisoras, que, por sua vez, têm como principal atribuição a execução e a fiscalização do cumprimento das normas por aqueles determinadas. Conforme ilustrado pelo Quadro 1, as entidades reguladoras vinculadas ao CMN são o Banco Central do Brasil e a Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

⁴⁴ Compõem o CMN o Ministro da Fazenda (Presidente), o Ministro do Planejamento, Orçamento e Gestão e o Presidente do Banco Central do Brasil

⁴⁵ O CNSP é composto pelo Ministro da Fazenda (Presidente), representante do Ministério da Justiça, representante do Ministério da Previdência Social, Superintendente da Superintendência de Seguros Privados, representante do Banco Central do Brasil e representante da Comissão de Valores Mobiliários. De acordo com o Banco Central dentre as funções do CNSP destacam-se: “regular a constituição, organização, funcionamento e fiscalização dos que exercem atividades subordinadas ao SNSP, bem como a aplicação das penalidades previstas; fixar as características gerais dos contratos de seguro, previdência privada aberta, capitalização e resseguro; estabelecer as diretrizes gerais das operações de resseguro; prescrever os critérios de constituição das Sociedades Seguradoras, de Capitalização, Entidades de Previdência Privada Aberta e Resseguradores, com fixação dos limites legais e técnicos das respectivas operações e disciplinar a corretagem de seguros e a profissão de corretor.” (Composição [Internet], Bacen).

⁴⁶ Dado o escopo deste trabalho, a discussão a seguir será concentrada nos órgãos vinculados ao CMN. Para uma apresentação dos órgãos vinculados aos demais conselhos ver Composição [Internet], Bacen.

Quadro 1 – Composição do Sistema Financeiro Nacional.

Órgãos normativos	Entidades supervisoras	Operadores			
Conselho Monetário Nacional – CMN	Banco Central do Brasil – Bacen	Instituições financeiras captadoras de depósitos à vista	Demais instituições financeiras	Outros intermediários financeiros e administradores de recursos de terceiros	
			Bancos de Câmbio		
	Comissão de Valores Mobiliários – CVM	Bolsas de mercadorias e futuros	Bolsas de valores		
Conselho Nacional de Seguros Privados - CNSP	Superintendência de Seguros Privados - Susep	Resseguradores	Sociedades seguradoras	Sociedades de capitalização	Entidades abertas de previdência complementar
Conselho Nacional de Previdência Complementar - CNPC	Superintendência Nacional de Previdência Complementar – PREVIC	Entidades fechadas de previdência complementar (fundos de pensão)			

Fonte: Composição [Internet], Banco Central.

O Banco Central do Brasil, doravante Banco Central, autarquia vinculada ao Ministério da Fazenda,

É o principal executor das orientações do Conselho Monetário Nacional e responsável por garantir o poder de compra da moeda nacional, tendo por objetivos: zelar pela adequada liquidez da economia; manter as reservas internacionais em nível adequado; estimular a formação de poupança; zelar pela estabilidade e promover o permanente aperfeiçoamento do sistema financeiro. Dentre suas atribuições estão: emitir papel-moeda e moeda metálica; executar os serviços do meio circulante; receber recolhimentos compulsórios e voluntários das instituições financeiras e bancárias; realizar operações de redesconto e empréstimo às instituições financeiras; regular a execução dos serviços de compensação de cheques e outros papéis; efetuar operações de compra e venda de títulos públicos federais; exercer o controle de crédito; exercer a fiscalização das instituições financeiras; autorizar o funcionamento das instituições financeiras; estabelecer as condições para o exercício de quaisquer cargos de direção nas instituições financeiras; vigiar a interferência de outras empresas nos mercados financeiros e de capitais e controlar o fluxo de capitais estrangeiros no país (Composição [Internet], Bacen).

A CVM, por sua vez, é o órgão responsável pela regulamentação, desenvolvimento, controle, e fiscalização do mercado de valores mobiliários do país. Esta autarquia vinculada ao Ministério da Fazenda tem por funções:

assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados de bolsa e de balcão; proteger os titulares de valores mobiliários; evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação no mercado; assegurar o acesso do público a informações sobre valores mobiliários negociados e sobre as companhias que os tenham emitido; assegurar a observância de práticas comerciais eqüitativas no mercado de valores mobiliários; estimular a formação de poupança e sua aplicação em valores mobiliários; promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social das companhias abertas(Composição [Internet], Bacen).

No que concerne a estruturação do SFN, é estipulado que a cada entidade supervisara cabe a regulamentação de determinado segmento de instituições operadoras. Neste sentido, pode-se classificar o sistema operativo, que executa as diferentes operações que caracterizam o SFN, de acordo com a entidade responsável pela sua supervisão. O primeiro grupo, supervisionado pelo Banco Central, é composto por: instituições financeiras captadoras de depósitos à vista, bancos de câmbio e demais instituições financeiras como bancos de desenvolvimento. No segundo grupo, supervisionado pela CVM, estão as bolsas de mercadorias e futuros, e as bolsas de valores. Às duas entidades cabe, ainda, a supervisão dos outros intermediários financeiros e administradores de recursos de terceiros como as sociedades corretoras de títulos e valores mobiliários.

As instituições financeiras captadoras de depósitos à vista são os bancos comerciais, os bancos múltiplos com carteira comercial, a Caixa Econômica Federal e as Cooperativas de Crédito.

Os bancos comerciais são instituições cuja atividade típica é a captação de depósitos à vista, e que tem por objetivo principal “proporcionar suprimento de recursos necessários para financiar, a curto e a médio prazos, o comércio, a indústria, as empresas prestadoras de serviços, as pessoas físicas e terceiros em geral” (Composição [Internet], Bacen). Os bancos múltiplos, por sua vez, são instituições financeiras privadas ou públicas que, além das atividades de banco comercial, realizam as operações ativas, passivas e acessórias das diversas instituições financeiras, por intermédio de pelo menos uma das seguintes carteiras: de investimento e/ou de desenvolvimento⁴⁷, de crédito imobiliário, de arrendamento mercantil e de crédito, ou de financiamento e investimento.

Dentre os bancos múltiplos com carteira comercial destaca-se o Banco do Brasil, sociedade de economia mista cujo capital votante é majoritariamente da União. Esta instituição atua de modo similar às privadas, com a peculiaridade de, devido a sua natureza

⁴⁷ Por regulamentação a carteira de desenvolvimento pode ser operada somente por banco público.

pública, adotar ações distintas a dos bancos privados em alguns períodos históricos, como ocorrera a partir do agravamento da crise financeira internacional em 2008. Ademais, é notória a liderança do banco em vários segmentos do sistema financeiro nacional como o crédito rural.

A Caixa Econômica Federal, empresa pública vinculada ao Ministério da Fazenda, assemelha-se aos bancos comerciais uma vez que lhe é permitida a captação de depósitos à vista, a realização de operações ativas e a prestação de serviços bancários. No entanto, ela se distingue dos demais bancos pois prioriza proporcionar suprimento de recursos necessários para financiar, a curto e a médio prazos, o comércio, a indústria, as empresas prestadoras de serviços, as pessoas físicas e terceiros em geral. Outro ponto que a torna singular é a posse do monopólio do empréstimo sob penhor de bens pessoais e sob consignação, e da venda de bilhetes de loteria federal. Destaca-se, por fim, que esta instituição centraliza o recolhimento e posterior aplicação de todos os recursos oriundos do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS), e integra o Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE) e o Sistema Financeiro da Habitação (SFH) (Composição [Internet], Bacen).

As cooperativas de crédito, por fim, são instituições financeiras não voltadas para lucro cujo funcionamento se assemelha ao de bancos comerciais. “Estas cooperativas captam depósitos em uma comunidade definida [...] e os empregam no financiamento de planos de dispêndio dos próprios membros da cooperativa” (Carvalho, 2007, p.249)

O Banco Central classifica como demais instituições financeiras as agências de fomento; as associações de poupança e empréstimo; os bancos de desenvolvimento; os bancos de investimento; o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES); as companhias hipotecárias; as cooperativas centrais de crédito; as sociedades de crédito; financiamento e investimento; as sociedades de crédito imobiliário; e as sociedades de crédito ao microempreendedor.⁴⁸

O BNDES é uma empresa pública vinculada ao Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior com personalidade jurídica de direito privado e patrimônio próprio. Seu principal objetivo é apoiar empreendimentos que contribuam para o desenvolvimento do país por meio do oferecimento de linhas de apoio com custos competitivos a financiamentos de longo prazo “para o desenvolvimento de projetos de investimentos e para a comercialização de máquinas e equipamentos novos, fabricados no

⁴⁸ Para uma descrição completa de cada tipo de instituição ver Composição [Internet], Bacen; e Carvalho (2007).

país, bem como para o incremento das exportações brasileiras” (Composição [Internet], Bacen). Esta instituição contribui, ainda, para o fortalecimento da estrutura de capital das empresas privadas, o desenvolvimento do mercado de capitais, o desenvolvimento regional e a disponibilização de linhas de créditos a micro, pequena e média empresas.

As diferentes instituições operadoras que integram o SFN podem ser classificadas, ainda, segundo origem do capital. De acordo com critério adotado pelo Banco Central são consideradas instituições do sistema financeiro público as que a União e/ou governos estaduais detêm a maioria do capital votante, de forma direta ou indireta. O sistema financeiro privado nacional, por sua vez, é composto pelas “instituições financeiras em que pessoas físicas e/ou jurídicas domiciliadas e residentes no País detêm a maioria do capital votante” (Metadados [Internet], Bacen). Por fim, o sistema financeiro estrangeiro engloba as “instituições financeiras que tenham sob controle estrangeiro, direta ou indiretamente, a maioria do capital votante, assim como as instituições constituídas e sediadas no exterior com dependência ou filial no país.” (Metadados [Internet], Bacen).

No que concerne a natureza das operações, o SFN é dividido em dois grandes segmentos: o mercado de crédito e o mercado de títulos (ou capitais). No primeiro as “transações são feitas de forma individualizada, identificando-se as duas partes que realizam o empréstimo” (Carvalho, 2007, p.215). No último, por outro lado, as “transações obedecem a regras mais genéricas, desprezando-se as idiossincrasias de cada parte interessada” (Carvalho, 2007, p.215). Cada um dos mercados, por sua vez, é subdividido em mercados específicos como o de crédito de curto e o de longo prazo.

Em particular, o mercado de crédito brasileiro pode ser dividido segundo o tipo de recursos envolvidos, livres ou direcionados. As operações de crédito com recursos livres são as com taxas de juros livremente acordadas entre o credor e o tomador (Camargo, 2009). Em outras palavras, estas são as operações que dependem “apenas das decisões microeconômicas das instituições financeiras e não são direcionadas pelo governo” (Sant’Anna, Borça Junior & Araujo, 2009, p.46). As operações com recursos direcionados, por outro lado,

representam os financiamentos realizados pelo Sistema Financeiro Nacional (SFN) com destinação específica, vinculados à comprovação da aplicação dos recursos voltados para a produção e investimento de médio e longo prazos. As aplicações destinam-se, basicamente, a atender áreas consideradas prioritárias e de interesses de política governamental, relacionadas aos setores habitacional, rural, exportador e de infra-estrutura econômica, além do provimento de recursos para o segmento de micro e pequenas empresas. As fontes de recursos dessas aplicações advêm dos fundos e programas públicos, assim como de parcelas dos depósitos à vista e da caderneta de poupança sujeitas à legislação específica. As operações são realizadas

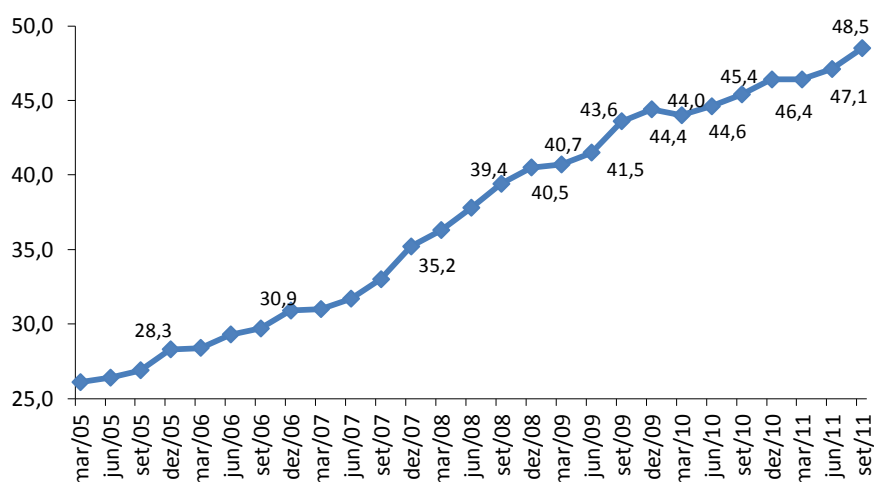
com encargos financeiros, prazos, montantes e outras condições estabelecidos em programas oficiais. (Metadados [Internet], Bacen).

Portanto, o SFN pode ser desagregado segundo três óticas: quanto à natureza das instituições (regulação ou operativas), quanto à origem do capital, e quanto à natureza das operações. De acordo com a primeira as instituições são divididas de acordo com o órgão normativo e entidade supervisora responsáveis pela sua regulamentação e supervisão. Já a segunda classificação segrega o SFN em três segmentos: sistema financeiro público, estrangeiro ou privado nacional. A última, por fim, desagrega o sistema em três grandes mercados: o mercado de crédito e o mercado de títulos ou capitais. Na próxima subseção analisa-se o comportamento do mercado de crédito, locus onde são realizadas as transações analisadas neste trabalho.

3.1.2 Mercado de crédito brasileiro: Comportamento recente

Nos últimos anos o mercado de crédito brasileiro caracteriza-se por uma expansão acelerada e sustentada. Tal comportamento evidencia as profundas transformações que ocorreram ao longo da última década. Em especial, a volatilidade, característica nos anos 1990, fora superada de modo que nos últimos anos são observadas taxas de crescimento sustentadas das operações. Este comportamento é notório ao analisar-se a relação das operações de crédito como proporção do PIB que passou de 28,3% em dezembro de 2005 para 48,5% em setembro de 2011, um crescimento de 71,37% (**Gráfico 3**).

Gráfico 3 - Operações de crédito do Sistema Financeiro Nacional (SNF) - Posição de fim de trimestre (% PIB)



Fonte: Banco Central.

No que concerne a esta expansão a análise desagregada por demandantes revela que o crescimento das operações beneficiou os diferentes setores. Conforme demonstrado na Tabela 1, as taxas de crescimento real média entre 2005 e 2010 das concessões para todos os setores foram superiores a taxa de crescimento média do PIB. No entanto, tal crescimento não foi uniforme uma vez que alguns setores, como o habitacional⁴⁹, o de crédito a consumo e ao setor público⁵⁰, foram beneficiados em detrimento de outros.

Tabela 1 – Operações de crédito do Sistema Financeiro Nacional por setor demandante: taxa de crescimento real (% a.a.)

Data	Setor privado							Setor Público	Total Geral	PIB
	Industrial	Habitacional	Rural	Comercial	Pessoas Físicas	Outros serviços	Total			
2005	3,9	5,2	5,2	9,9	29,0	16,8	14,1	-0,2	13,5	3,2
2006	11,6	15,6	11,0	14,5	17,7	15,4	14,6	-13,5	13,7	4,0
2007	22,7	21,4	8,5	17,6	25,9	21,5	21,4	-5,7	20,7	6,1
2008	28,0	27,4	10,1	18,0	14,4	29,8	20,8	33,4	21,0	5,2
2009	-4,1	35,5	-1,5	1,9	10,8	5,2	5,4	102,1	7,5	-0,3
2010	9,5	39,6	1,9	17,0	9,7	9,1	11,7	6,2	11,4	7,5
2005/2010	11,9	24,1	5,8	13,1	17,9	16,3	14,7	20,4	14,6	4,3

Fonte: Elaboração própria com base nos dados do Banco Central.

Deflator: Deflator implícito do PIB.

Durante o período analisado destacou-se, sobretudo, a expansão das operações para pessoas físicas⁵¹, que passaram de 7,2% do PIB em janeiro de 2005 para 14,9% em dezembro de 2010. Este crescimento expressivo foi resultado de uma combinação de fatores dentre os quais destacam-se: a melhora no nível de emprego e o conseqüente crescimento da renda média do trabalhador, redução das taxas de juros, e, principalmente, mudanças institucionais como a introdução do crédito consignado e o aumento dos prazos de financiamento de veículos. Em especial, ao analisar-se as operações com recursos livres verifica-se que a participação do segmento pessoas físicas apresentou, inicialmente, franca expansão em detrimento das concessões para pessoas jurídicas. Este movimento é revertido a partir do

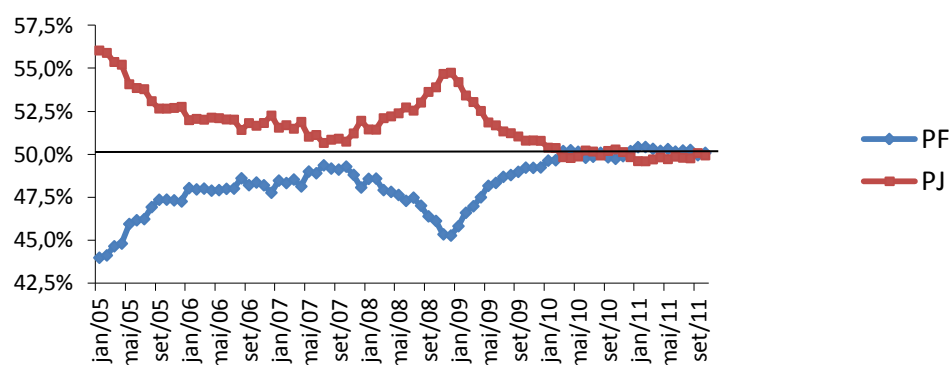
⁴⁹ A elevada taxa de crescimento das operações de crédito ao setor deve-se, sobretudo, ao crédito direcionado. Em particular a promoção de programas governamentais, como o Minha Casa Minha Vida.

⁵⁰ Cabe destacar que parcela significativa das concessões ao setor foram destinadas a empresas estatais, principalmente a Petrobras.

⁵¹ Quando considera-se o montante de recursos envolvidos, assim como a fonte dos recursos (analisando as concessões que dependem das decisões das instituições financeiras e não de políticas de direcionamento do crédito), as concessões a pessoas físicas se destacam.

último trimestre de 2008 quando a expansão dos investimentos somada ao esgotamento do crédito consignado⁵² resultaram no ganho de participação das concessões para empresas. Tal comportamento mantém-se nos primeiros meses da crise internacional quando muitas empresas recorreram ao mercado de crédito nacional como recurso para minimizar os impactos de perdas nos mercados de ativos financeiros como o de derivativos. Posteriormente, com o agravamento da crise e a conseqüente queda nos investimentos, observa-se a reversão do movimento de modo que a partir de 2010 a divisão entre os dois segmentos é praticamente igualitária (Gráfico 4).

Gráfico 4 - Operações de crédito com recursos livres - Participação por demandante (% Recursos livres total)



Fonte: Elaboração própria, com base nos dados do Banco Central.

Em paralelo às mudanças da demanda, houve profundas transformações estruturais do lado da oferta, principalmente como reflexo da crise financeira internacional. Neste sentido, destaca-se a intensificação da concentração do segmento bancário, evidenciado pelo crescimento de 24,06% da participação percentual das cinco maiores instituições financeiras no ativo do segmento bancário entre 2007 e 2010 (Tabela 2). Tal fenômeno foi resultado do movimento de aquisição de pequenas e médias instituições financeiras por instituições maiores que ocorrera durante a crise econômica. Este movimento, por sua vez, foi resultado de incentivos temporários oferecidos pelo Banco Central como a liberação dos compulsórios de grandes bancos “para a compra de carteiras de crédito das instituições menores, que passavam por dificuldades de financiamento” (Garcia, 2011, p.58). Esta medida objetivava, sobretudo, atenuar os impactos da crise sobre o mercado de crédito nacional, que, como

⁵² Esta modalidade de crédito possui um importante limitante a sua expansão: a disponibilidade de novos tomadores.

exposto no Capítulo 2 deste trabalho, foi um dos principais canais de transmissão da crise para a economia brasileira.

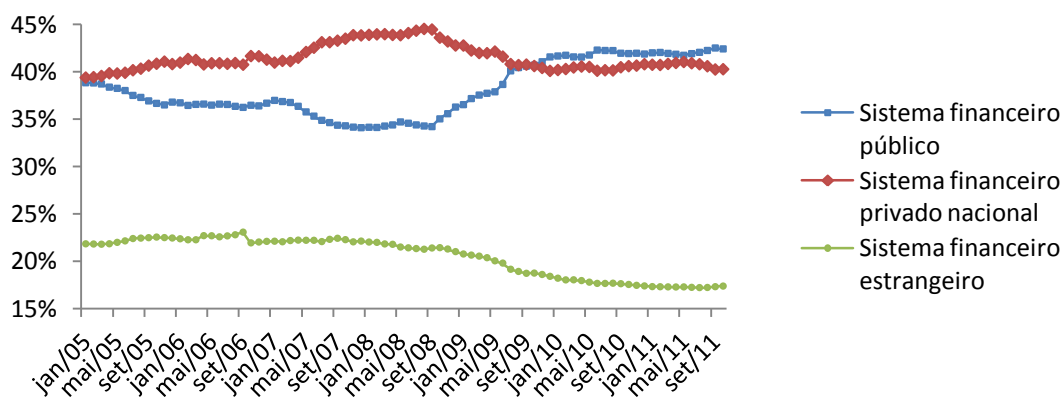
Tabela 2 – Participação das maiores instituições financeiras nos ativos totais do segmento bancário – 2007 a 2010.

	2007	2008	2009	2010
5 maiores	54,00%	55,14%	69,94%	66,99%
10 maiores	73,30%	75,25%	79,54%	79,70%
20 maiores	87,00%	88,65%	89,23%	89,62%

Fonte: Evolução do Sistema Financeiro Nacional - Relatório anual 2010, Banco Central do Brasil.

No entanto, a principal transformação estrutural da oferta do supracitado mercado foi a alteração da participação das instituições financeiras, classificadas quanto a origem do capital, nas concessões de créditos do SFN. Como demonstrado no Gráfico 5, até setembro de 2008 a participação das instituições financeiras de capital privado nacional cresceu de modo continuado, salvo em curtos períodos. Este comportamento é justificado pelo crescimento da participação dos empréstimos no ativo destas instituições. Tal crescimento, por sua vez, deveu-se a mudança de comportamento destas instituições que, em meio a um cenário de estabilidade econômica, passaram a buscar aplicações de maior rentabilidade em detrimento de aplicações com menor retorno (e risco) como títulos e valores mobiliários e aplicações interfinanceiras de liquidez (Sant’Anna; Borça Jr; Araújo, 2009). No entanto, a partir do agravamento da crise financeira internacional, em setembro de 2008, observa-se uma transformação significativa, com o ganho de participação das instituições financeiras públicas em detrimento das de capital privado nacional e estrangeiro.

Gráfico 5 - Operações de crédito segundo origem do capital (% Crédito total)



Fonte: Elaboração própria, com base nos dados do Banco Central.

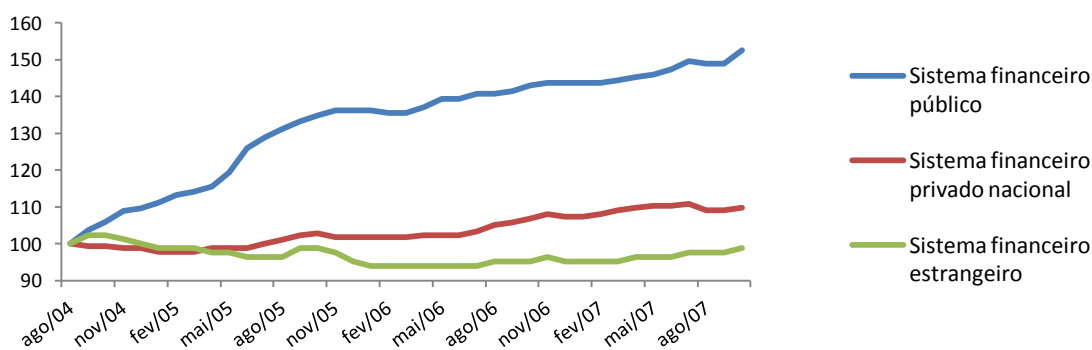
Quanto aos bancos privados nacionais, foi notória a perda de participação de mercado. Os gestores destas instituições, receosos quanto aos impactos da crise sobre seus balanços adotaram uma postura cautelosa, mantendo praticamente estáveis suas operações (Gráfico 6, ANEXO C). Tal comportamento foi adotado pois a percepção destes gestores era de que os bancos estavam expostos ao risco de descasamento uma vez que existiria uma incompatibilidade entre os prazos das captações e o das concessões (Torres Filho, 2011). Ademais, perdas de grandes empresas nacionais no mercado de derivativos cambiais criaram um clima de desconfiança quanto à saúde financeira e à capacidade de pagamento dos tomadores de modo que tal contração das operações foi intensificada. Tal postura contracionista fora mantida mesmo diante da adoção de políticas monetárias expansionistas como a liberação de parte dos compulsórios pelo Banco Central⁵³.

Tabela 3 - Operações de crédito totais do sistema financeiro público por ofertante: taxa de variação real (% a.a.)

Data	Sistema Financeiro Público	Sistema Financeiro Privado Nacional	Sistema Financeiro Estrangeiro
2006	13,3%	15,0%	11,9%
2007	12,2%	28,2%	20,8%
2008	28,8%	18,1%	15,0%
2009	24,9%	2,1%	-4,6%
2010	13,2%	14,3%	6,2%
2006/2010	18,5%	15,5%	9,9%
2008/2010	19,1%	8,2%	0,8%

Fonte: Elaboração própria com base nos dados do Banco Central.

Gráfico 6 – Operações de crédito do SFN por origem do capital (% PIB, set/2008 =100)



Fonte: Elaboração própria, com base nos dados do Banco Central.

⁵³ Os recursos disponibilizados pela liberação dos compulsórios foram aplicados em ativos considerados seguros pelas instituições privadas como títulos públicos (Sant'Anna; Borça Jr; Araújo, 2009). Assim, esta medida não alcançou o seu principal objetivo que era a indução do crédito.

Por outro lado, as instituições financeiras públicas apresentaram um comportamento distinto, expandindo suas atividades durante todo o período analisado. Esta atuação peculiar é notória ao analisar-se o Gráfico 6, que apresenta a evolução pós-crise da relação crédito/PIB desagregada por origem do capital. As concessões do sistema financeiro público crescem apresentam trajetória ascendente, enquanto que as do sistema financeiro privado nacional permanecem praticamente constantes e as do sistema financeiro estrangeiro são contraídas. A atuação dos bancos públicos deu-se de forma rápida, uma vez que as operações destas instituições não estão sujeitas a aprovação prévia do legislativo, beneficiando os diferentes setores da economia.

Ademais, destaca-se que a expansão das operações dos bancos públicos foi executada para atender a demanda reprimida por crédito existente na economia brasileira à época. Com o agravamento da crise financeira e a contração das concessões por parte dos bancos privados, a escassez de crédito foi notória uma vez que a demanda interna (principalmente a de pessoas físicas) não fora afetada⁵⁴. Não houve alteração no nível de emprego e salários de modo que a demanda por serviços como financiamento de veículos e imobiliário manteve-se em níveis semelhantes aos anteriores a crise.

No que concerne aos bancos estrangeiros, cuja participação no crédito total diminuiu cerca de 18,73%⁵⁵, argumenta-se que as grandes perdas nos mercados dos países centrais e a necessidade de recursos das sedes acarretaram a contração das atividades destas instituições nos mercados de países emergentes. No ano de 2009 houve contração significativa das concessões dessas instituições para grande parte dos setores, principalmente o industrial (redução de 19,7% em termos reais). Em 2010, observou-se uma sensível recuperação com crescimento de 6,2%. No entanto, dada retração de 2009 e o comportamento expansionista das instituições nacionais (tanto públicas quanto privadas), a participação do capital estrangeiro no mercado continua a cair. (Tabela 3, ANEXO D)

Portanto, no período analisado o mercado de crédito brasileiro apresentou mudanças estruturais profundas. No lado da demanda, observou-se o crescimento acelerado das operações destinadas às pessoas físicas. No lado da oferta, as transformações ocorreram principalmente no período pós-agravamento da crise financeira internacional, em setembro de

⁵⁴ Cabe destacar, porém, que a demanda por investimentos foi afetada. Para uma discussão dos efeitos imediatos da crise na economia brasileira ver Seção 2.2.2.

⁵⁵ Cabe destacar, no entanto, que parcela desta expressiva perda de participação foi resultado da expansão das operações dos bancos públicos e não somente da retração das operações das instituições de capital estrangeiro.

2008. Em particular, houve um ganho significativo de participação das instituições financeiras públicas em detrimento do sistema financeiro estrangeiro e privado nacional. E detalhar as operações que resultaram nesta alteração é o principal objetivo deste trabalho. Para tal na próxima seção analisa-se as operações e o comportamento dos três principais bancos públicos federais: Banco do Brasil, Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social e a Caixa Econômica Federal. Assim, objetiva-se demonstrar o potencial anticíclico destas instituições, que, em contraposição aos bancos estrangeiros e privados nacionais, expandiram suas operações mesmo nos períodos mais turbulentos da crise, atendendo a demanda de setores estratégicos como o industrial e os exportadores.

3.2 Bancos públicos: atuação em período de crise

Nesta seção analisa-se individualmente o comportamento nos últimos anos dos três principais bancos públicos federais: o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, banco de desenvolvimento vinculado ao governo federal; o Banco do Brasil S.A., banco múltiplo cuja maioria do capital votante é de propriedade da União; e a Caixa Econômica Federal, empresa pública vinculada ao Ministério da Fazenda que se assemelha aos bancos comerciais com a peculiaridade de priorizar aplicações em setores estratégicos como o imobiliário e o de infraestrutura.

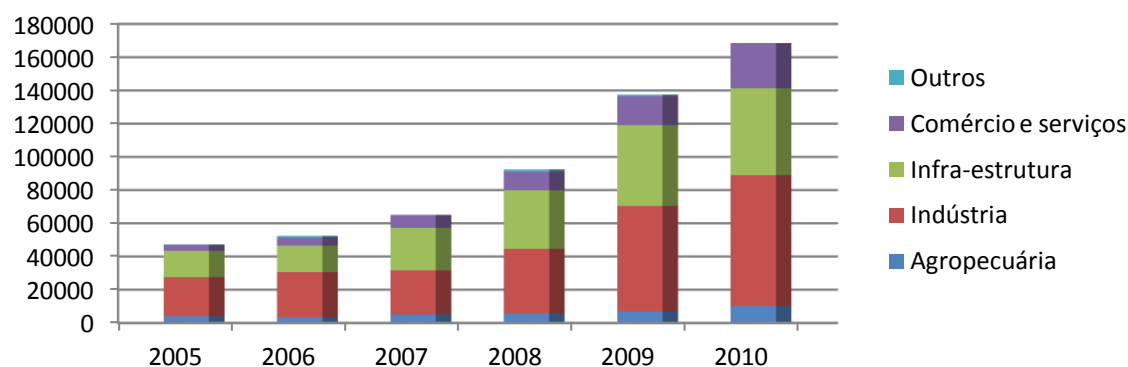
3.2.1 Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social

Desde a sua fundação, em 1952, o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, doravante BNDES, é um dos principais instrumentos utilizados pelo governo federal para incentivar a promoção de investimentos na economia brasileira. Para tal a instituição tradicionalmente operou por meio da concessão de financiamento de longo prazo a setores estratégicos como o industrial e o de infraestrutura. No entanto, com o recente desenvolvimento do sistema financeiro nacional e a conseqüente expansão da oferta de crédito por outras instituições financeiras a setores consolidados (e conseqüentemente de menor risco), o BNDES expande suas operações a novos segmentos. Em particular segmentos para os quais a oferta de crédito é limitada como para micro, pequenas e médias empresas (MPMEs). O Gráfico 7 apresenta a evolução ascendente dos desembolsos do sistema BNDES desagregada por setores da economia entre 2005 e 2010. Neste período, foi notório o

crescimento das operações em termos reais, com destaque ao comportamento dos últimos três anos, quando foi observada uma taxa de crescimento real média de 37,8% a.a., taxa consideravelmente superior a média do período que foi de 27,68% a.a.

Para viabilizar esta expansão, o Tesouro Nacional fez aportes de recursos no banco de desenvolvimento. Tais aportes tem sido motivos de críticas devido ao custo fiscal que imporiam ao Governo⁵⁶. Tal custo, por sua vez, é resultado do diferencial das taxas de juros de captação (Selic) e de empréstimo ao BNDES (TJLP). Alguns analistas, porém, argumentam que este custo seria reduzido quando comparados aos custos sociais da manutenção de escassez de oferta no mercado de crédito (Torres Filho, 2011).

Gráfico 7 – Desembolso anual do sistema BNDES (milhões de R\$ de 2010)



Fonte: Elaboração própria com base nos dados do BNDES e IBGE.
Deflator: Deflator implícito do PIB.

Durante a crise financeira internacional o BNDES atuou de forma contundente e diversificada. Em particular, a instituição foi determinante na garantia de crédito para manutenção do ciclo de investimentos vivido pela economia brasileira à época do agravamento da crise. Conforme demonstrado pela Tabela 4, no período entre 2008 e 2009, os desembolsos do sistema BNDES cresceram a taxas consideravelmente superiores às dos períodos anteriores. Destacaram-se as operações para o setor industrial, em primeiro plano, e para comércio e serviços, em segundo plano, que juntas corresponderam à parte relevante dos desembolsos. Em 2010, por outro lado, apesar da continuação da ênfase nas concessões para comércio e serviços (resultado da estratégia de ampliar a oferta de crédito a MPMEs), observou-se grande expansão das operações direcionadas para agropecuária.

⁵⁶ Para uma estimação do custo fiscal envolvido nos aportes do Tesouro ao BNDES, assim como uma discussão dos benefícios destes aportes, ver Pereira & Simões (2010).

Tabela 4 – Desembolsos do sistema BNDES – taxas de crescimento real (%)

Mês	Agropecuária	Indústria	Infraestrutura	Com. e Serv.	Total
2006	-15,7%	16,0%	-0,4%	34,8%	11,0%
2007	45,9%	-2,5%	62,0%	57,4%	24,1%
2008	11,8%	47,4%	36,8%	42,8%	42,0%
2009	22,5%	62,7%	38,5%	55,0%	48,9%
2010	47,6%	23,9%	7,7%	56,3%	22,5%
2006/2010	22,4%	29,5%	28,9%	49,3%	29,7%

Fonte: Elaboração própria com base nos dados do BNDES e IBGE.

Deflator: Deflator implícito do PIB.

A análise dos desembolsos de acordo com o porte das empresas tomadoras revela que tal expansão foi desigual de acordo com este critério (Tabela 5). O montante das operações direcionadas a micro e pequenas empresas cresceram 36,6% em média (em termos reais) no período entre 2006 e 2010, o que resultou no ganho de participação do segmento em relação ao desembolso total do sistema BNDES. Neste sentido, destacou-se a grande expansão de 2010 (quando foi observado o crescimento de 88,4% em termos reais), relacionada, em parte, a estratégia adotada pela instituição de ampliação da oferta de crédito ao segmento de MPMEs. Em 2010, destacou-se, ainda, a ampliação do desembolso para empresas de médio porte e a empresas modalidade pessoa física, reflexo da supracitada estratégia. Outro aspecto relevante quando se analisa as concessões por porte dos tomadores foi a estratégia de incentivo a formação de líderes nacionais. As medidas a ela relacionadas representaram, em conjunto com as ações para a sustentação dos níveis de investimento, alguns dos principais motivos para as altas taxas de crescimento dos desembolsos direcionados a empresas de grande porte observadas em 2008 e 2009.

Tabela 5 – Desembolsos do sistema BNDES por porte da empresa tomadora: taxa de crescimento real (% a.a.)

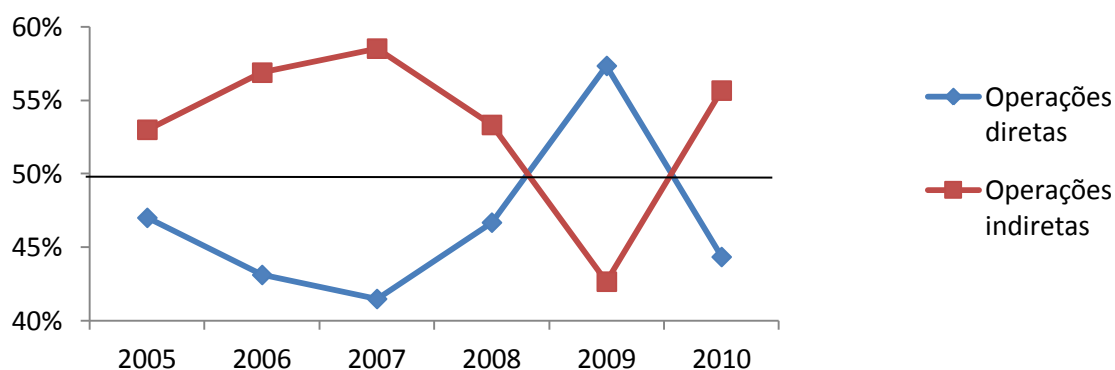
Ano	Micro/ Pequena	Média	Pessoa Física	Grande	T O T A L
2006	-5,6%	2,2%	-26,9%	7,2%	11,0%
2007	42,1%	40,5%	23,6%	14,7%	24,1%
2008	39,3%	29,2%	-1,2%	30,5%	42,0%
2009	18,8%	-20,5%	11,8%	52,0%	48,9%
2010	88,4%	72,6%	54,3%	0,9%	22,5%
2006/2010	36,6%	24,8%	12,3%	21,1%	29,7%

Fonte: Elaboração própria com base nos dados do BNDES e IBGE.

Deflator: Deflator implícito do PIB.

Como mencionado anteriormente, a atuação do BNDES durante a crise financeira internacional foi caracterizada pela multiplicidade de instrumentos utilizados, assim como pela atuação em segmentos não tradicionais da instituição. Neste sentido, a análise dos dados desagregados por produtos⁵⁷ revela que a partir do agravamento da crise foram priorizadas as operações diretas⁵⁸ em detrimento das indiretas⁵⁹ (Gráfico 8). Tal fato deve-se, provavelmente, a maior agilidade destas operações que dependem exclusivamente do banco público para sua execução⁶⁰. Em 2010, a tendência padrão do período, com as concessões indiretas com maior participação que as diretas, é novamente observada, sugerindo que a ênfase nas operações diretas se tratou de um episódio transitório, característico do período de combate aos efeitos da crise.

Gráfico 8 – Desembolsos do sistema BNDES por forma de concessão (% dos desembolsos totais)



Fonte: Elaboração própria com base nos dados do BNDES.

Quanto à supracitada atuação foi de grande relevância o lançamento do Programa de Sustentação do Investimento em 2009, doravante PSI, que teve como objetivo estimular a produção, aquisição e exportação de bens de capital e a inovação tecnológica (BNDES 2009, 2010). Este é um programa que prevê a concessão de empréstimos com juros equalizados pelo

⁵⁷ “As modalidades de financiamento do BNDES se dividem em Produtos, de acordo com a finalidade do empreendimento. Os Produtos definem as regras gerais de condições financeiras e procedimentos operacionais do financiamento. A cada Produto se aplicam Linhas de Financiamento, que se destinam a beneficiários, setores e empreendimentos específicos e, por isso, podem trazer regras particulares, mais adequadas aos objetivos da linha.” (Produtos [Internet], BNDES)

⁵⁸ São as operações realizadas diretamente pelo BNDES ou através de mandatário (Produtos [Internet], BNDES).

⁵⁹ São as operações realizadas por meio de instituições financeiras credenciadas ou através do uso do Cartão BNDES (Produtos [Internet], BNDES).

⁶⁰ Cabe destacar que, salvo algumas exceções, as concessões diretas são restritas a financiamentos de no mínimo 10 milhões de reais (Produtos [Internet], BNDES).

Tesouro Nacional de modo que promove redução significativa do custo financeiro das linhas para aquisição e exportação de bens de capital, assim como alongamento dos prazos de amortização e carência para utilização destes recursos (BNDES, 2009). Operacionalmente, o programa se utilizou de produtos existentes na gama da instituição como o BNDES-Exim⁶¹ e o BNDES-Finem⁶², oferecendo condições mais favoráveis que as tradicionais.

Ademais, destacou-se a atuação como agente de suporte para empresas com problemas financeiros. Ações coordenadas do banco de desenvolvimento com bancos privados foram de grande importância para a recuperação de grandes companhias que apresentaram grandes perdas devido a exposição no mercado de derivativos cambiais. Tal atuação foi fundamental para prevenir falências em massa, e a consequente destruição de milhares de postos de trabalho (Torres Filho, 2011).

Outras medidas tomadas pelo BNDES durante a crise financeira internacional e que corroboram o papel anticíclico da instituição foram: i) criação de linhas de financiamento de curto prazo, o que significou uma grande inovação na gama de linhas de financiamento oferecidas pelo banco; ii) criação do Fundo Garantidor para Investimento (BNDES-FGI), mecanismo para contemplação de garantias para viabilizar o acesso ao crédito as MPMEs; iii) a continuidade das concessões para o financiamento de projetos do Programa de Aceleração do Crescimento (PAC); iv) fortalecimento das operações para MPMEs, especialmente de produtos como o Cartão BNDES; e v) fortalecimento e expansão das atividades do BNDES-Exim, destacando-se a criação do BNDES-Exim Automático⁶³ (BNDES 2008, 2009, 2010).

Considerando as diferentes medidas tomadas pelo banco de desenvolvimento quando o mercado de crédito contraía-se devido à cautela dos bancos privados e estrangeiros, verifica-se o comportamento diferenciado do BNDES. Em particular, a comparação entre as trajetórias de evolução das concessões da instituição com a dos bancos estrangeiros e privados nacionais evidencia tal peculiaridade. Conforme demonstrado pelo Gráfico 9, o BNDES continuou expandindo seus desembolsos após o agravamento da crise internacional, enquanto as instituições privadas e estrangeiras contraíram suas operações. Posteriormente, em 2010, com a recuperação da confiança dos mercados na solidez da economia brasileira observa-se a

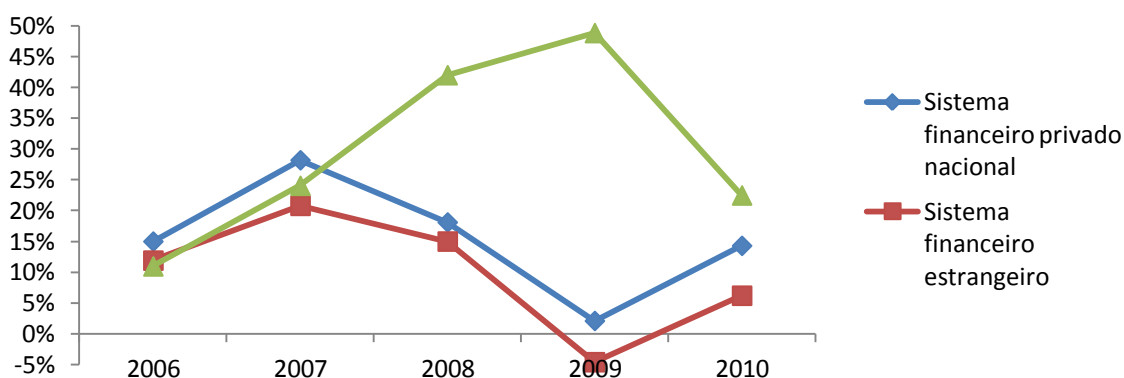
⁶¹ Produto que engloba “financiamentos destinados tanto à produção e exportação de bens e serviços quanto à comercialização destes no exterior.” (Produtos [Internet], BNDES).

⁶² Este produto engloba os financiamentos a projetos de investimento de valor superior a R\$ 10 milhões (Produtos [Internet], BNDES).

⁶³ “linha de financiamento dedicada a operações de varejo, em geral destinadas à comercialização de bens de capital de forma individual.” (BNDES, 2009, p. 104)

expansão das operações destas instituições. Neste mesmo momento, o BNDES desacelera seus desembolsos a níveis semelhantes ao período anterior a crise econômica.

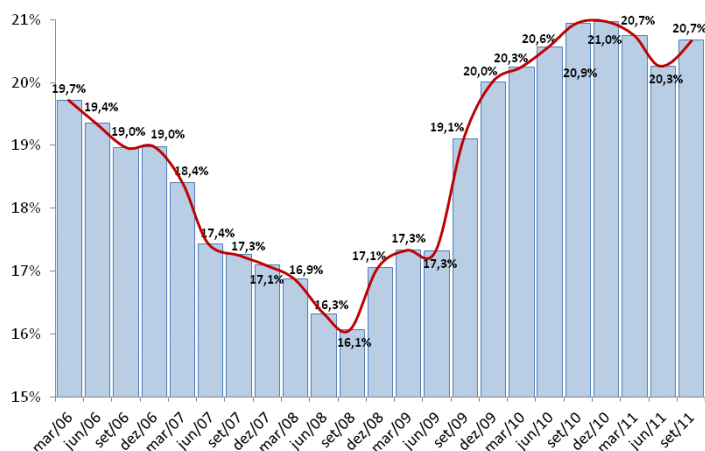
Gráfico 9 – Taxa de crescimento real das operações de crédito (% a.a.) – BNDES X Demais instituições financeiras não-públicas



Fonte: Elaboração própria com base nos dados do Banco Central, BNDES e IBGE.
Deflator: Deflator implícito do PIB.

Como resultado das diferenças entre as taxas de crescimento demonstradas anteriormente, observou-se consideráveis alterações na posição do BNDES em relação ao mercado de crédito no que concerne a participação de mercado (para tal consideram-se as operações diretas e a de repasses). Conforme ilustrado pelo Gráfico 10 até setembro de 2008 a participação da instituição apresenta uma trajetória declinante, alcançando 16,1% em setembro de 2008. Isto foi resultado do fato da instituição não atuar nos segmentos mais dinâmicos, à época, do mercado de crédito brasileiro: o imobiliário e o destinado a pessoas físicas. Esta trajetória, no entanto, sofre uma inflexão a partir de setembro de 2008, chegando a uma participação de mercado de 21,0% em dezembro de 2010, o que representa um ganho de 30,44% em relação ao percentual de setembro de 2008. Tal ganho deveu-se, sobretudo, ao supracitado comportamento distinto adotado pela instituição durante a crise financeira internacional. Este ganho de participação permanece, salvo alguns períodos nos quais se observou suaves quedas, sugerindo que haverá manutenção da posição da instituição em relação ao mercado em um novo patamar.

Gráfico 10 – Participação do BNDES nas operações de crédito do SFN (% crédito total)



Fonte: Elaboração própria com base nos dados do Banco Central.

Obs.: Para o cálculo considerou o saldo BNDES-Total, que inclui tanto as operações diretas quanto as de repasses, como percentual do crédito total do SFN.

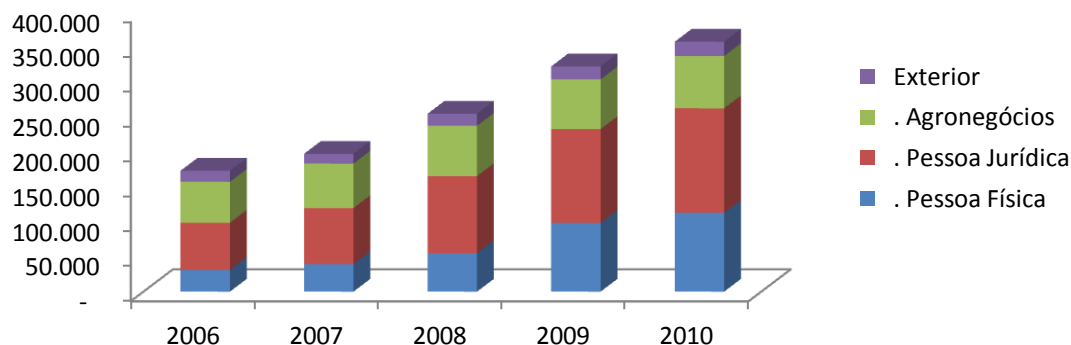
Portanto, os dados corroboram a hipótese que a atuação do BNDES foi determinante para a manutenção do nível das operações de crédito do SFN durante a crise financeira internacional. Em particular, diversas medidas adotadas pela instituição permitiram a manutenção da atividade de segmentos trabalho-intensivos como o de MPMEs de modo que garantiu a manutenção de milhares de postos de trabalho. Neste sentido, afirma-se que existem evidências do potencial anticíclico da instituição.

3.2.2 Banco do Brasil S.A.

Durante a crise financeira o Banco do Brasil, doravante BB, manteve sua estratégia de expansão do crédito para todos os segmentos. Conforme demonstrado pelo Gráfico 11, as operações da instituição cresceram de modo sustentado nos últimos anos passando de aproximadamente R\$ 173,3 bilhões para R\$ 358,4 bilhões (em valores de 2010), o que representa um crescimento real de 106,7%⁶⁴.

⁶⁴ Cabe destacar, porém, que parcela desta ampliação deveu-se a aquisição/incorporação da carteira de crédito de outras instituições como o Banco do Estado de Santa Catarina (2008), o Banco do Estado do Piauí (2008) e do Banco Nossa Caixa (2008-2009) (BB, 2008; BB, 2009).

Gráfico 11 - Operações de crédito do BB (milhões de R\$ de 2010)



Fonte: Elaboração própria com base nos dados do BB e IBGE.

Deflator: Deflator implícito do PIB.

A análise desagregada por carteira de crédito revela que esta expansão beneficiou de forma desigual os setores. Como demonstrado na Tabela 6 entre 2007 e 2010 as operações destinadas às pessoas físicas e jurídicas apresentaram taxas de crescimento consideravelmente superiores às apresentadas pelas concessões direcionadas ao agronegócio.

Tabela 6 – Operações de crédito do BB: taxas de crescimento real

	2007	2008	2009	2010	2007/2010
País	16,6%	29,6%	27,9%	11,0%	21,3%
. Pessoa Física	26,0%	40,8%	77,8%	14,8%	39,8%
. Pessoa Jurídica	19,1%	37,0%	22,0%	11,4%	22,4%
- MPE	26,9%	30,8%	21,7%	5,6%	21,3%
- Demais	14,9%	40,7%	22,1%	14,6%	23,1%
. Agronegócios	8,7%	13,3%	-1,4%	5,2%	6,5%
Exterior	-11,8%	22,7%	8,0%	10,3%	7,3%
Total	14,0%	29,1%	26,6%	11,0%	20,2%

Fonte: Elaboração própria com base nos dados do BB e IBGE.

Deflator: Deflator implícito do PIB.

Quanto à atuação do BB durante a crise destacou-se a expansão das operações a pessoas físicas. Esta foi resultado de estratégia de induzir o crédito, e expandir sua participação no segmento de varejo. Para tal foram criados “novos produtos de crédito, captação e seguridade customizados” (BB, 2008, p.16) tanto para clientes correntistas quanto para não correntistas. Neste sentido, a análise dos dados correspondentes a esta carteira revelam que parcela significativa desta expansão deveu-se ao crescimento das concessões das

modalidades consignado, financiamento de veículos e microcrédito⁶⁵ (ANEXO F: Tabela 8). Em particular, modalidades como financiamento de veículos, que apresentou taxa de variação real média de 133% a.a. no período, foram fortalecidas pelo estabelecimento de parceria com o Banco Votorantim (BB, 2009). Ademais, o lançamento do Programa Minha Casa, Minha Vida⁶⁶ estimulou a inserção da instituição no segmento imobiliário, representando uma nova fronteira para a expansão das operações.

Outro segmento beneficiado pela expansão das operações à época da crise financeira internacional foi o de pessoas jurídicas com uma taxa de variação média de 22,4% a.a. entre 2007 e 2010. Tal comportamento foi resultado do fortalecimento das linhas para capital de giro, da criação de novos produtos e de medidas específicas para o setor (medidas estas tomadas com o objetivo de manter o nível do crédito durante a crise financeira e de ganhar participação de mercado) (ANEXO E).

Dentre estes novos produtos criados no período analisado destacam-se o Fundo de Garantia de Operações (FGO); linhas de capital de giro compartilhada com cartão de crédito para empreendedores individuais; e linhas de crédito específicas a médias e grandes empresas. O FGO⁶⁷, em particular, foi uma medida adotada no contexto da crise financeira internacional com o objetivo de ampliar a oferta de crédito por meio da complementação de garantias (BB, 2009). Já a compatibilização das operações de capital de giro com as de cartão de crédito resultaram em grande estímulo a pequenas e médias empresas. Cabe destacar que esta medida atenuou os efeitos da restrição de crédito sobre este segmento, que fora um dos principais prejudicados pela contração das operações dos bancos privados nacionais⁶⁸.

Outro ponto de destaque ao analisar-se a atuação do BB no período foi o crédito às exportações. Especialmente em 2008, quando o agravamento da crise financeira e o esgotamento de linhas de crédito estrangeiras surpreenderam os exportadores, a atuação do BB foi fundamental para viabilizar o cumprimento de contratos pré-estabelecidos. No ano

⁶⁵ As operações do microcrédito correspondem às concessões direcionadas a população de baixa renda.

⁶⁶ Para maiores detalhes do Programa Minha Casa Minha Vida ver seção 3.2.3.

⁶⁷ O FGO foi criado em 2009 e trata-se de um “mecanismo que complementa, em até 80%, as garantias necessárias para acesso das pessoas jurídicas a empréstimos e financiamentos bancários, possibilitando ampliar a oferta de crédito às empresas, em especial as de micro e pequeno portes, e praticar taxas ainda mais reduzidas.” (p.16, cap.5, BB, 2009)

⁶⁸ O segmento do mercado de crédito direcionado a micro e pequenas empresas pode ser considerado um exemplo de mercado incompleto. Devido à dificuldade de mensuração de risco das operações, as operações para empresas de micro, pequeno e médio porte é considerado de alto risco de modo que em períodos recessivos é notória a contração da oferta de crédito por instituições privadas.

seguinte, com a queda do nível de atividade internacional, observou-se queda nas operações. No entanto, a participação do BB no segmento continua de grande importância, sendo a instituição o principal financiador do setor (BB 2008, 2009, 2010).

Portanto, no período analisado foi notória a adoção de medidas direcionadas a expansão de crédito. Neste sentido, os gestores do BB argumentam:

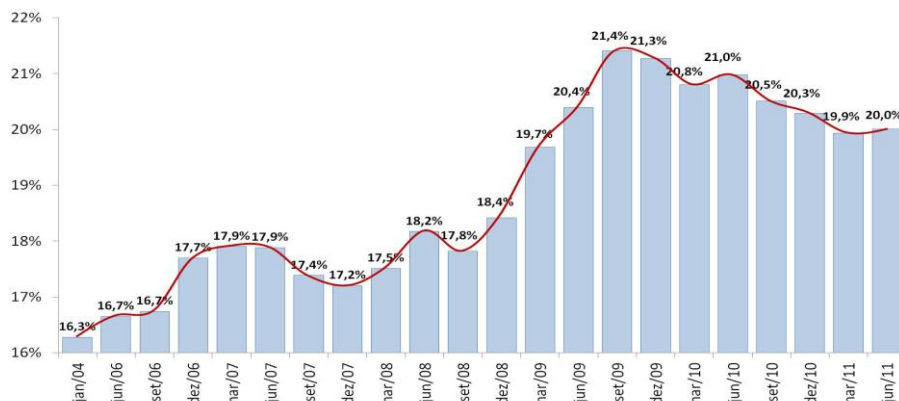
O fato de compreender de forma diferente o ambiente de negócios permitiu ao Banco do Brasil atuar de forma mais agressiva no mercado de crédito e conciliar sua função de banco público e os interesses dos acionistas. O BB assumiu o papel de agente indutor do crédito e colaborou para que o país enfrentasse as adversidades do cenário externo de maneira mais confiante e serena, ao mesmo tempo em que manteve a qualidade de seus ativos superior à do Sistema Financeiro Nacional.

Essa atuação anticíclica com responsabilidade permitiu ao Banco do Brasil ganhar participação de mercado e gerar resultados financeiros consistentes. O crescimento do crédito foi lastreado por uma expansão da base de depósitos, decorrente da migração de recursos de bancos de menor expressão para as instituições conhecidas como porto seguro pelos depositantes (movimento conhecido pelo mercado como “flight to quality”) (BB, 2009, p.9)

E de fato observou-se o ganho de participação no mercado de crédito atingindo o ápice em setembro de 2009, quando a participação percentual das operações do BB em relação às operações do SFN foi 21,4%. Este ganho de mercado foi resultado, sobretudo, do comportamento distinto adotado pelo banco público durante a crise financeira internacional, que manteve uma taxa de expansão média das operações (27,95 % a.a., em termos reais) consideravelmente superior a de bancos estrangeiros (5,2% a.a.) e privados nacionais (10,1% a.a.) no período entre jan/2008 e dez/2009.

No entanto, conforme demonstrado no Gráfico 12, a partir de dezembro de 2009 o banco público vêm perdendo participação de mercado. Cabe destacar, porém, que esta continua em patamares consideravelmente superiores aos verificados antes da crise financeira. Justificativas para a supracitada perda são a retomada das operações dos bancos privados nacionais, assim como, a desaceleração da expansão das operações do BB, que em 2010 cresceram 11,0%, taxa consideravelmente inferior a média do período que foi de 20,2%.

Gráfico 12 – Participação do BB nas operações de crédito do SFN.



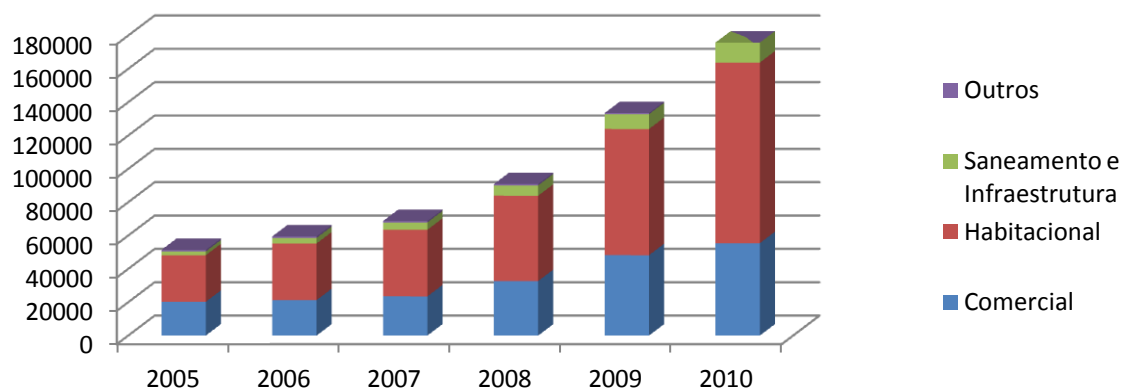
Fonte: Elaboração própria com base no Relatório 50 maiores bancos, Banco Central.

Por fim, afirma-se que os dados apresentados corroboram a hipótese que a atuação do BB foi fundamental pra a manutenção do nível das operações de crédito durante a crise do financeira internacional. Em especial, o conjunto de medidas adotadas pela instituição atenuou os efeitos da restrição de liquidez em setores intensivos em trabalho como o de micro e pequenas empresas, garantindo a manutenção de postos de trabalho. Neste sentido, existem evidências do potencial anticíclico deste banco múltiplo.

3.2.3 Caixa Econômica Federal

A atuação da Caixa Econômica Federal, doravante CEF, durante o período da crise foi concentrada nas áreas de atuação tradicionais da instituição como o crédito imobiliário. As operações apresentaram altas taxas de crescimento, mesmo nos momentos em que se verificava escassez de liquidez no mercado interbancário. Tal crescimento sustentado foi resultado da combinação de diferentes fatores como a promoção de políticas governamentais, nas quais a CEF assumiu papel preponderante, e de estratégias corporativas de ampliação da participação de mercado. O Gráfico 13 ilustra o comportamento das concessões no período de 2005 a 2010 quando o saldo das operações passou de aproximadamente R\$ 51,4 bi para R\$ 175,8 bi (em reais de 2010), um crescimento real de 242,02%.

Gráfico 13 - Operações de crédito da CEF (milhões de R\$ de 2010)



Fonte: Elaboração própria, com base nos dados da CEF e do IBGE.

Quanto à expansão das operações, a análise desagregada por tipo de carteira revela que o crescimento não foi concentrado, mas beneficiou os diferentes setores que apresentaram taxas de crescimento médias superiores a do mercado como um todo. Como demonstrado pela comparação entre a Tabela 1 e a Tabela 7, enquanto as operações do SFN cresceram 14,86% entre 2006 e 2010, as da CEF elevaram-se em 28,4% (em termos reais). Em particular, em 2009, quando o mercado de crédito teve um comportamento moderado com as concessões crescendo 7,5%, a CEF expandiu suas atividades em 46,9%, evidenciando seu comportamento diferenciado em relação às demais instituições financeiras, em especial, as estrangeiras e privadas nacionais. Esta decisão de expansão quando o mercado tendia na direção oposta foi resumida no Relatório da Administração de 2009 como estratégica para o ganho de participação de mercado: “A CAIXA encontrou no cenário vigente a oportunidade de expansão sustentável de sua carteira de crédito e tomou a decisão estratégica de atuar com as menores taxas de juros do mercado.” (p.1).

Tabela 7 - Operações de Crédito da CEF - taxas de crescimento real anual

	2006	2007	2008	2009	2010	2005/2010
Comercial	5,0%	10,7%	39,2%	47,3%	14,9%	23,4%
PF	0,0%	10,3%	14,7%	47,2%	17,1%	17,9%
PJ	12,8%	11,2%	72,8%	47,3%	13,0%	31,4%
Habitacional	21,7%	17,5%	28,1%	48,0%	43,1%	31,7%
Saneamento e Infraestrutura	46,4%	32,5%	40,2%	43,7%	35,3%	39,6%
Outros	-5,7%	-5,1%	-8,5%	-11,5%	-100,0%	-26,2%
Total	15,7%	15,5%	32,2%	46,9%	31,7%	28,4%

Fonte: Elaboração própria com base nos dados dos Relatórios de Administração da Caixa Econômico Federal. Deflator: Deflator implícito do PIB.

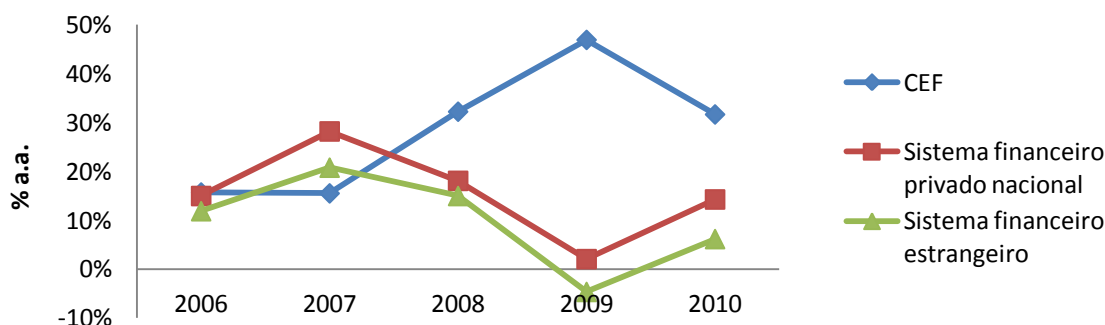
A análise da Tabela 7 revela, ainda, que em 2008 destacou-se a ampliação da carteira comercial modalidade pessoa jurídica. Este fato deveu-se, principalmente, a criação de duas linhas de crédito para capital de giro e o fortalecimento das linhas preexistentes com o objetivo de atenuar o efeito da restrição de crédito sobre o setor privado nacional de modo a aumentar a participação neste importante segmento do mercado.

Outro fato relevante para a análise do comportamento da CEF no período foi o lançamento do Programa Habitacional Popular Entidades Minha Casa, Minha Vida em julho de 2009 (doravante Minha Casa, Minha Vida) uma vez que a instituição financeira foi definida como o Agente Operador e Financeiro dos recursos do Fundo de Desenvolvimento Social (FDS)⁶⁹, sendo “responsável por acompanhar as obras e controlar os financiamentos” (Ministério das Cidades, 2009, p.2). O programa objetiva a redução do déficit habitacional ao mesmo tempo em que incentiva a construção civil e os demais setores da economia via efeitos de encadeamento. Analistas como Barbosa (2010) argumentam que se trata de uma política que combate os impactos da crise promovendo uma mudança estrutural na economia de modo a prevenir futuras recessões.

A comparação do comportamento das operações da CEF com a dos bancos estrangeiros e privados nacionais corrobora para a hipótese do potencial anticíclico da instituição. Como demonstrado pelo Gráfico 14, o comportamento das taxas de variação das operações da CEF seguem uma trajetória oposta a destes dois grupos de instituições financeiras, acelerando a expansão dos empréstimos quando elas desaceleram e o oposto quando elas aceleram. Em particular, em 2009 os desembolsos da CEF apresentaram taxa de variação de 46,9%. Por outro lado, as operações dos bancos privados nacionais cresceram 2,1% enquanto que os estrangeiros contraíram em 4,6% (em termos reais). Assim, a expansão das concessões da CEF desempenhou um papel fundamental para que a manutenção do nível crédito total do SFN, que em 2009 cresceu 6,8% (em termos reais).

⁶⁹ Fundo no qual são aportados, conforme termos de legislação específica, os recursos do Orçamento Geral da União (OGU) para a execução das operações do Minha Casa, Minha Vida (Ministério das Cidades, 2009)

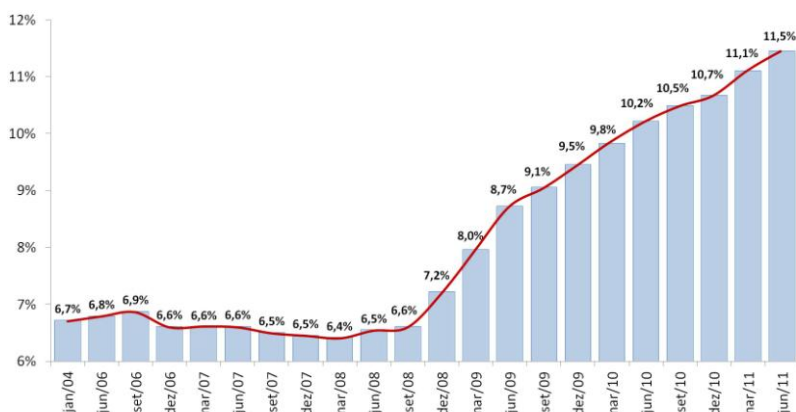
Gráfico 14 - Taxa de crescimento real das operações de crédito (% a.a.) - CEF X Demais instituições financeiras.



Fonte: Elaboração própria, com base nos dados do Banco Central, CEF e IBGE.
Deflator: Deflator implícito do PIB.

Como resultado da estratégia de expansão das operações enquanto as instituições financeiras estrangeiras e privadas nacionais contraíam as suas, observou-se o ganho de participação da CEF em relação ao no mercado de crédito. Conforme ilustrado pelo Gráfico 15, a partir do agravamento da crise financeira internacional em setembro de 2008 a participação da CEF no SFN cresceu 74,24%, passando de 6,6% das operações de crédito e arrendamento mercantil do SFN em setembro de 2008 para 11,5% em junho de 2011.

Gráfico 15 - Participação da CEF nas operações de crédito do SFN



Fonte: Elaboração própria com base no Relatório 50 maiores bancos, Banco Central.

Portanto, os dados corroboram a tese que a atuação da CEF foi determinante para a manutenção do nível das operações de crédito durante a crise financeira internacional. Em particular a comparação entre as taxas de crescimento real das operações das diferentes instituições financeiras, assim como o ganho de participação de mercado evidenciam o comportamento diferenciado adotado pela CEF. Neste sentido, há evidências do potencial anticíclico da instituição que, devido a sua natureza de empresa pública, detém a capacidade de expandir suas atividades mesmo em períodos recessivos do ciclo.

CONCLUSÃO

De acordo com a teoria econômica uma das principais conseqüências de uma crise financeira internacional é a restrição de liquidez nos diferentes mercados. Esta ocorre devido às perdas financeiras sofridas pelos agentes, e à adoção de postura cautelosa pelos ofertantes de fundos. Como resultado, ocorre contração do mercado de crédito bancário, afetando o setor real e suas perspectivas futuras.

E este foi o cenário observado com o agravamento da crise do mercado imobiliário norte-americano, que, com a falência do *Lehman Brothers* e o conseqüente pânico nos mercados globais, tornou-se uma crise financeira internacional. O impacto sobre a economia mundial foi imediato, com contração do comércio internacional e das transações financeiras. Em particular, o fluxo de capitais para países emergentes foi seriamente afetado, impactando diretamente no comportamento das taxas de câmbio, nas cotações das bolsas de valores e na disponibilidade de linhas de crédito por parte de bancos estrangeiros.

Conforme demonstrado no capítulo 2 deste trabalho, um dos principais canais de transmissão da supracitada crise para a economia brasileira foi o mercado de crédito, em particular, a concessão de empréstimos para pessoas jurídicas. As operações para o setor industrial sofreram forte contração, de modo que a tendência recessiva resultante da queda no nível de atividade mundial foi agravada pela restrição de crédito aos setores produtivos.

Neste cenário, um dos instrumentos de política econômica adotados pelo governo brasileiro foram os bancos públicos. Estas instituições foram criadas com o objetivo, à sua época, de preencher gargalos da economia como a disponibilidade de financiamento de longo prazo para setores como o de infraestrutura e o imobiliário. No entanto, conforme demonstrado neste trabalho, durante a crise financeira de 2007, estas instituições foram utilizadas para atenuar os efeitos gerados pelas turbulências na economia internacional.

No que concerne ao embasamento teórico, diversas abordagens objetivam determinar o papel do Estado em sistemas financeiros. Neste sentido, conforme exposto no capítulo 1 desta monografia, a abordagem das falhas de mercado e a pós-keynesiana justificariam a atuação do governo brasileiro à época da crise. De acordo com a primeira, a intervenção do estado em sistemas financeiros é vista como necessária para atenuar as perdas geradas pela existência endêmica de falhas nos mercados de ativos financeiros. Em particular, a existência

de externalidades negativas da eclosão de uma crise financeira justificaria, de acordo com esta abordagem, a ação imediata do Estado. Por outro lado, a abordagem pós-keynesiana argumenta que devido a existência de incerteza nestes mercados, faz-se necessário a intervenção permanente. Neste sentido, a ameaça de crise sistêmica justificaria, na visão desta abordagem, a atuação do governo brasileiro.

A partir do estudo de caso apresentado no capítulo 3 concluiu-se que a atuação do sistema financeiro público foi determinante para a manutenção do nível da oferta no mercado de crédito. Nos períodos em que o sistema financeiro estrangeiro e o privado nacional contraíram e/ou mantiveram o nível de suas operações, os bancos públicos adotaram comportamento distinto expandindo suas concessões a níveis recordes. Em particular, a análise dos dados das concessões ao setor industrial revelou que a partir do agravamento da crise houve uma inflexão das participações de modo que o sistema financeiro público tornou-se o principal financiador do setor. Outro movimento captado pelo estudo promovido neste trabalho foi a intensificação da concentração do setor bancário, resultado, sobretudo, de aquisições de instituições pequenas e médias por instituições maiores.

A análise individual das operações dos três principais bancos públicos federais permitiu a compreensão de como ocorreu esta expansão. Neste sentido, concluiu-se que no caso do BNDES a atuação foi peculiar quando comparada ao comportamento recente da instituição. Em particular, houve mudanças significativas no perfil das operações como a ênfase nas concessões diretas em detrimento das indiretas, assim como no volume desembolsado, que atingiu níveis recordes na história da instituição. Ademais, foi notória a evolução dos desembolsos para o segmento de MPMEs, revelando uma nova tendência para o perfil dos tomadores.

No que concerne ao BB conclui-se que a sua atuação foi concentrada, principalmente, nas operações para pessoas físicas e jurídicas, destacando-se as concessões para financiamento de veículos (no caso das pessoas físicas) e para capital de giro (no caso das pessoas jurídicas). Como resultado, observou-se mudanças significativas na composição da carteira de crédito da instituição como o ganho de participação do crédito para consumo em detrimento do crédito para agronegócios.

Quanto às operações da CEF concluiu-se que a expansão deu-se por meio do fortalecimento das linhas de crédito tradicionais da instituição, principalmente o crédito

habitacional. No entanto, também foi significativa a expansão da carteira comercial principalmente na modalidade pessoa jurídica.

Como resultado da expansão das concessões destes três bancos públicos foi observado considerável ganho de participação destas instituições em relação às operações de crédito e arrendamento mercantil do SFN. E este ponto é alvo de críticas no meio acadêmico. A base do argumento é que a atuação extensiva dos bancos públicos em condições privilegiadas em relação aos privados prejudicaria o desenvolvimento dos bancos privados e, conseqüentemente do sistema financeiro brasileiro. No entanto, este debate transcende o escopo deste trabalho⁷⁰.

Portanto, os dados analisados corroboram a hipótese deste trabalho de que bancos públicos são instrumentos de política anticíclica uma vez que mantêm o nível de oferta de crédito em períodos recessivos de modo a impedir a “paralisação” do mercado crédito e a conseqüente intensificação da retração da atividade econômica.

⁷⁰ Para uma análise crítica quanto ao papel e o futuro dos bancos públicos na economia brasileira ver Bacha (2007), Haddad (2007), Nóbrega (2007) e Pinheiro (2007) .

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ANDRIANOVA, S.; DEMETRIADES, P.; SHORTLAND, A. State Banks, Institutions and Financial Development. Leicester, United Kingdom: University of Leicester, 2002. Mimeo.
- BACHA, E. L. Bancos públicos: o que fazer? In: PINHEIRO, A. C.; OLIVEIRA FILHO, L. C. (Org.) *Mercado de Capitais e Bancos Públicos*: análise e experiências comparadas. São Paulo: Contra Capa Livraria, 2007.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL (Bacen). Circular nº2957, de 28 de dezembro de 1999.
- _____. Relatório anual 2010. *Relatório de Evolução do SFN*, 2010. Disponível em <<http://www.bcb.gov.br/?REVSFN201012>>. Acesso em 22 de nov. 2011.
- _____. Composição [Internet]. *Composição e Evolução do SFN*. Disponível em <<http://www.bcb.gov.br/?SFNCOMP>>. Acesso em 22 de nov. 2011.
- _____. *Sistema Gerenciador de Séries Temporais (SGS)*. Disponível em <<https://www3.bcb.gov.br/sgspub>>. Acesso em 22 de nov. 2011.
- _____. Metadados [Internet]. *Sistema Gerenciador de Séries Temporais (SGS)*. Disponível em <<https://www3.bcb.gov.br/sgspub>>. Acesso em 22 de nov. 2011.
- _____. *50 maiores bancos e o consolidado do Sistema Financeiro Nacional*, Disponível em <<http://www4.bcb.gov.br/top50/port/top50.asp>>. Acesso em 22 de nov. 2011.
- _____. Política monetária e operações de crédito do SFN. *Nota econômico-financeiras para a imprensa*. Jan2005/Nov2011.
- _____. Série histórica de empréstimos do Sistema Financeiro Nacional. *Tabelas Especiais*. Disponível em <<http://www.bcb.gov.br/?SERIESFN>>. Acesso em 23 de nov. 2011.
- BANCO DO BRASIL (BB). Séries Históricas – 3T11. Disponível em <<http://www.bb.com.br/portalbb/home2,136,136,0,0,1,8.bb>>. Acesso em 12 de nov. 2011.
- _____. Relatório anual 2008. *Relatório Anual*, 2008. Disponível em <<http://www45.bb.com.br/docs/ri/ra2008/default.html>>. Acesso em 12 de nov. 2011.
- _____. Relatório anual 2009. *Relatório Anual*, 2009. Disponível em <<http://www45.bb.com.br/docs/ri/ra2009/index.html>>. Acesso em 12 de nov. 2011.

BANCO DO BRASIL (BB). Relatório anual 2010. **Relatório Anual**, 2010. Disponível em <<http://www45.bb.com.br/docs/ri/ra2010/>>. Acesso em 12 de nov. 2011.

BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL (BNDES). Relatório anual 2008. **Relatório Anual**, 2008. Disponível em <http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/Relacao_Com_Investidores/Relatorio_Anuar/RelAnual2008.html>. Acesso em 12 de nov. 2011.

_____. Relatório anual 2009. **Relatório Anual**, 2009. Disponível em <http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/Relacao_Com_Investidores/Relatorio_Anuar/RelAnual2009.html>. Acesso em 12 de nov. 2011.

_____. Relatório anual 2010. **Relatório Anual**, 2010. Disponível em <http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/Relacao_Com_Investidores/Relatorio_Anuar/>. Acesso em 12 de nov. 2011.

_____. Produtos [Internet], Apoio Financeiro, 2011. Disponível em <http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/Apoio_Financeiro/Produtos/>. Acesso em 22 de nov. 2011.

_____. Desembolso Operacional do Sistema BNDES por Modalidade/Produto – anual. **Estatísticas Operacionais do Sistema BNDES**. Disponível em <http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/BNDES_Transparente/Estatisticas_Operacionais/linhas.html>. Acesso em 22 de nov. 2011.

_____. Desembolso Operacional do Sistema BNDES por setor CNAE – anual. **Estatísticas Operacionais do Sistema BNDES**. Disponível em <http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/BNDES_Transparente/Estatisticas_Operacionais/setor.html>. Acesso em 21 de nov. 2011.

BANERJEE, A. A theory of misgovernance. **Quarterly Journal of Economics**, Estados Unidos, v.112, n.4, p.1289-1332, 1997.

BARBOSA, N. Latin American: Counter-Cyclical Policy in Brazil: 2008-09. **Journal of Globalization and Development**, v. 1, Iss. 1, 2010. Disponível em <<http://www.bepress.com/jgd/vol1/iss1/art13>>. Acesso em: 20 de set. 2010.

BORÇA JUNIOR, G. R. Aprofundamento da Crise Financeira Internacional Lança Economia Mundial em Recessão. In: TORRES FILHO, E.T.; PUGA, F. P.; MEIRELLES, B. B. **Visão do Desenvolvimento 2008**. Rio de Janeiro: BNDES, 2009. p.91 - 98.

BORÇA JUNIOR, G. R. Melhora no nível de atividade econômica mundial leva a recuperação do comércio internacional. In: TORRES FILHO, E.T.; PUGA, F. P.; MEIRELLES, B. B. **Visão do Desenvolvimento 2009**. Rio de Janeiro: BNDES, 2010. p.91 - 98.

BORÇA JUNIOR, G. R.; TORRES FILHO, E. T. Analisando a Crise do Subprime. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v.15, n.30, p.120-159, dez. 2008. Disponível em: <http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/revista/rev3005.pdf>. Acesso em 20 de set. 2010.

BORIO, C. The financial turmoil of 2007?: a preliminary assessment and some policy considerations. *BIS Working Papers*. Bank for International Settlements, n.251, mar. 2008. Disponível em: <<http://www.bis.org/publ/work251.pdf>>. Acesso em 15 de dez. 2010.

CAIXA ECONÔMICA FEDERAL (CEF). Relatório de Administração 2008, *Demonstrativos de 2008*: Anual de 2008, 2008. Disponível em <http://downloads.caixa.gov.br/_arquivos/caixa/caixa_demfinanc/ra2008.pdf>. Acesso em 12 de nov. 2011.

_____. Notas explicativas às demonstrações contábeis em 31 de dezembro de 2008 e de 2007. *Demonstrativos de 2008*: Anual de 2008, 2008. Disponível em <http://downloads.caixa.gov.br/_arquivos/caixa/caixa_demfinanc/Notas_Explicativas_12_2008.pdf>. Acesso em 12 de nov. 2011.

_____. Press Release 2009, *Demonstrativos de 2009*: Anual de 2009, 2009. Disponível em <http://downloads.caixa.gov.br/_arquivos/caixa/caixa_demfinanc/Press_Release_Anual_2009.pdf>. Acesso em 12 de nov. 2011.

_____. Relatório de Administração 2009, *Demonstrativos de 2009*: Anual de 2009, 2009. Disponível em <http://downloads.caixa.gov.br/_arquivos/caixa/caixa_demfinanc/Relat%F3rio_da_Administra%E7%E3o_CAIXA_122009.pdf>. Acesso em 12 de nov. 2011.

_____. Notas explicativas às demonstrações contábeis em 31 de dezembro de 2009 e de 2008. *Demonstrativos de 2009*: Anual de 2009, 2009. Disponível em <http://downloads.caixa.gov.br/_arquivos/caixa/caixa_demfinanc/Notas_Explicativas_De_zembro_de_2009_oficial2.pdf>. Acesso em 12 de nov. 2011.

_____. Press Release 2010, *Demonstrativos de 2010*: Anual de 2010 BrGaap, 2010. Disponível em <http://downloads.caixa.gov.br/_arquivos/caixa/caixa_demfinanc/Press_Release_atualizado_2010.pdf>. Acesso em 12 de nov. 2011.

_____. Relatório de Administração 2010, *Demonstrativos de 2010*: Anual de 2010 BrGaap, 2010. Disponível em <http://downloads.caixa.gov.br/_arquivos/caixa/caixa_demfinanc/Relatorio_da_Administracao_Consolidado_2010.pdf>. Acesso em 12 de nov. 2011.

- CAIXA ECONÔMICA FEDERAL (CEF). Notas explicativas às demonstrações contábeis em 31 de dezembro de 2010 e de 2009. **Demonstrativos de 2010**: Anual de 2010 BrGaap, 2010. Disponível em <http://downloads.caixa.gov.br/_arquivos/caixa/caixa_demfinanc/DIVULGACAO_Notas_Explicativas_DEZEMBRO_de_2010final.pdf>. Acesso em 12 de nov. 2011.
- CAMARGO, P. O. A evolução recente do setor bancário no Brasil. Dissertação (Mestrado em Ciências Econômicas) - Faculdade de Ciências e Letras – UNESP/Araraquara, Araraquara, 2009.
- CARVALHO, F. J. C. et. al. **Economia Monetária e financeira**: teoria e prática. 2. ed. Rio de Janeiro: Campus, 2007.
- _____. Entendendo a Recente Crise Financeira Global. **Instituto Brasileiro de Análises Sociais e Econômicas (Ibase)**, out. 2008. Disponível em: <<http://www.ppge.ufrgs.br/akb/clipping/9.pdf>>. Acesso em 03 de jan. 2011.
- CARVALHO, F. J. C.; SOUZA, F. E. P. A crise internacional e o Brasil. **Iniciativa para la Transparencia Financiera**, Buenos Aires, lectura 41, mar. 2009. Disponível em <http://www.itf.org.ar/lectura_detalle.asp?id=41>. Acesso em: 20 de set. 2010.
- CASTRO, L. B. Financiamento do Desenvolvimento: teoria, experiência coreana (1950-80) e reflexões comparativas ao caso brasileiro. Tese (Doutorado em Ciências Sociais) - Instituto de Ciências Humanas e Sociais, Universidade Federal Rural do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2006.
- CATEB, A. B.; GALLO, J. A. A. Breves considerações sobre a teoria dos contratos incompletos. In: CONFERÊNCIA ANUAL DA ALACDE, 9., 2007, Brasília. Disponível em www.revista.amde.org.br/index.php/ramde/article/download/9/8. Acesso em: 22 de dez. 2011.
- CINTRA, M.; CAGNIN, R. Evolução da estrutura e da dinâmica das finanças norte-americanas. **Econômica**, Rio de Janeiro, v. 9, n.1, p. 89-131, dez. 2007.
- FERREIRA, T. T.; PENIN, G. A crise imobiliária norte-americana sob a ótica de Hyman Minsky. **Informações Fipe**, São Paulo, n.325, out. 2007. Disponível em: <http://www.fipe.org.br/publicacoes/downloads/bif/2007/10_bif325.pdf>. Acesso em: 5 de jan de 2011.
- FRY, M. J. **Money, interest, and banking in economic development**. 2ª edição. Baltimore: The Johns Hopkins University Press, 1995.
- GARCIA, M. G. P. O sistema financeiro e a economia brasileira durante a grande crise de 2008. **Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais**. Rio de Janeiro: ANBIMA, 2011.

- GENTIL, D. L.; MARINGONI, G. Crise econômica e condicionantes internos e externos. In: BISPO, C. R. et al. (Org.) **Crise Financeira Mundial: impactos sociais e no mercado de trabalho**. Brasília: ANFIP, 2009.
- GERSCHENKRON, A. **Economic backwardness in historical perspective: a book of essays**. Estados Unidos: Harvard University Press, 1962.
- GIAMBIAGI, F.; BARROS, O. (Org.) **Brasil pós-crise: agenda para a próxima década**. Rio de Janeiro: Campus, 2009.
- GIAMBIAGI, F.; ALÉM, A. C. **Finanças Públicas: teoria e prática no Brasil**. 4. ed. rev. e atualizada. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.
- GURLEY, J. G; SHAW, E.S. **Money in a Theory of Finance**. Washington: Brookings Institution, 1960.
- HADDAD, C. Bancos Públicos no Brasil: reflexões e propostas. In: PINHEIRO, A. C.; OLIVEIRA FILHO, L. C. (Org.) **Mercado de Capitais e Bancos Públicos: análise e experiências comparadas**. São Paulo: Contra Capa Livraria, 2007.
- HART, O.; SHLEIFER A., and VISHNY, R. The Proper Scope of Government: Theory and Application to Prisons. **Quarterly Journal of Economics**, Estados Unidos, v.112, n.4, p.1127-1161, 1997.
- HERMANN, J. O modelo de liberalização financeira dos anos 1990: “restatement” ou auto-crítica. **Nova Economia**, Belo Horizonte, v.13, n.2, p.137-172, 2003. Disponível em <<http://www.face.ufmg.br/novaeconomia/sumarios/v13n2/Hermann.pdf>>. Acesso em 10 de fev. 2011.
- _____. Development Banks in the financial-liberalization era: the case of BNDES in Brazil. **CEPAL Review**, v.100, p.189-203, 2010.
- _____. Papel e Funcionalidade dos Bancos Públicos: notas sobre a experiência recente brasileira recente (1995 – 2009). In: ENCONTRO INTERNACIONAL DA ASSOCIAÇÃO KEYNESIANA BRASILEIRA, 3., 2010, São Paulo. **Anais do 3º Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira**. Porto Alegre: Associação Keynesiana Brasileira, v.1, p.1-20, 2010.
- _____. Bancos públicos em sistemas financeiros maduros: perspectivas teóricas e desafios para os países em desenvolvimento. **Revista de Economia Política**, v.31, n.3, p.387-414, 2011. Disponível em <http://www.scielo.br/pdf/rep/v31n3/05.pdf>. Acesso em 13 de nov. 2011.
- INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. **Pesquisa Industrial Mensal**. Disponível em <<http://www.sidra.ibge.gov.br/>>. Acesso em 10 de jan. 2011.

INSTITUTO DE ESTUDOS PARA O DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL. Entendendo a crise do subprime e suas repercussões na economia mundial. *Carta IEDI*, n. 300, fev. 2008. Disponível em <http://www.iedi.org.br/cartas/carta_iedi_n_300_entendendo_a_crise_subprime_e_suas_repercussoes_na_economia_mundial_1_parte.html>. Acesso em 22 de set. de 2011.

INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA. *Brasil em desenvolvimento: Estado Planejamento e Políticas Públicas*. Brasília, 2009. (Série Brasil: o estado de uma nação, v.1).

_____. Crise Internacional: reações na América Latina e canais de transmissão no Brasil. *Comunicado da Presidência*, n.17, fev. 2009. Disponível em: <http://www.ipea.gov.br/sites/000/2/comunicado_presidencia/09_02_18_CriseInternacional2.pdf>. Acesso em 3 de jan. 2011.

_____. Crise Internacional: impactos sobre o emprego no Brasil e o debate para a constituição de uma nova ordem global. *Comunicado da Presidência*, n.21, abr. 2009. Disponível em: <http://www.ipea.gov.br/sites/000/2/comunicado_presidencia/09_04_29_ComunicaPresi_21_Crise_Empregos.pdf>. Acesso em 3 de jan. 2011.

INTERNATIONAL MONETARY FUND. *World Economic Outlook Database*, October 2010 Edition. Disponível em: < http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2010/02/weo_data/index.aspx>. Acesso em 17 de jan. 2011.

KEYNES, J. M. (1936) *A teoria geral do emprego, do juro e da moeda*. Tradução de Mário R. Cruz. São Paulo: Nova Cultura, 1985.

KREGEL, J. Minsky's cushions of safety: Systemic risk and the crisis in the U.S. subprime mortgage market. *Public Policy Brief*, Annandale-on-Hudson, n.93. jan. 2008. Disponível em: <http://www.levy.org/pubs/ppb_93.pdf>. Acesso em 5 de jan. 2011.

KIFF, J.; MILLS, P. Money for nothing and checks for free: recent development in U.S. subprime mortgage markets. *Working Paper*, n.7/188, Washington: International Monetary Fund, jul. 2007. Disponível em: < <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2007/wp07188.pdf>>. Acesso em 22 de set. 2010.

LA PORTA, R.; LÓPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. "Government Ownership of Banks." *Journal of Finance*, n.57, p.265-301, 2002.

McKINNON, R. I. (1973) *Moeda e o capital no desenvolvimento econômico*. Tradução de José Ricardo Brandão Azevedo. Rio de Janeiro: Interciência, 1978.

- MINISTÉRIO DAS CIDADES, Instrução Normativa nº36, de 15 de julho de 2009. Regulamenta a Resolução nº 141, de 10/06/2009, do Conselho Curador do Fundo de Desenvolvimento Social – CCFDS, que criou o Programa Habitacional Popular Entidades Minha Casa, Minha Vida, com a utilização dos recursos da União previstos no art. 18 da Lei Nº. 11.977, de 07 de julho de 2009.
- MINSKY, H. P. *Can “it” happen again?* Essays on instability and finance. New York: M. E. Sharpe, 1982.
- _____. The financial Instability Hypothesis. In: ARESTIS, P.; SAWYER, M. *Handbook of Radical Political Economy*. Aldershot: Edward Elgar, 1993.
- NÓBREGA, M. Privatização de bancos federais e liderança In: PINHEIRO, A. C.; OLIVEIRA FILHO, L. C. (Org.) *Mercado de Capitais e Bancos Públicos*: análise e experiências comparadas. São Paulo: Contra Capa Livraria, 2007.
- NOVAES, A. Intermediação financeira, bancos estatais e o mercado de capitais: a experiência internacional. In: PINHEIRO, A. C.; OLIVEIRA FILHO, L. C. (Org.) *Mercado de Capitais e Bancos Públicos*: análise e experiências comparadas. São Paulo: Contra Capa Livraria, 2007.
- PANIZZA, U.; YEYATI, E. L.; MICCO, A. Should the Government be in the banking Business? The role of State-Owned and Development Banks. *IDB Working Paper No 428*, Lima, Inter-American Development Bank (IDB), 2004. Disponível em: <<http://www.iadb.org/res/publications/pubfiles/pubS-200.pdf>>. Acesso em 10 de fev. 2011.
- PEREIRA, T. R.; SIMÕES, A. N. O papel do BNDES na alocação de recursos: avaliação do custo fiscal do empréstimo de R\$ 100 bilhões concedido pela União em 2009. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, n.33, p.5-54, dez. 2008. Disponível em: <http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/revista/rev3301.pdf>. Acesso em 23 de dez. 2011.
- PINHEIRO, A C. Bancos públicos no Brasil: para onde ir? In: PINHEIRO, A. C.; OLIVEIRA FILHO, L. C. (Org.) *Mercado de Capitais e Bancos Públicos*: análise e experiências comparadas. São Paulo: Contra Capa Livraria, 2007.
- PRATES, D. M. O Efeito-contágio da Crise Global sobre os Países Emergentes. In: ASSOCIAÇÃO KEYNESIANA BRASILEIRA. *Dossiê da Crise II*, p.53-55, ago. 2010. Disponível em <<http://www.ppge.ufrgs.br/akb/dossie-crise-II.pdf>>. Acesso em 3 de jan. 2011.
- PUGA, P. P.; BORÇA JÚNIOR, G. R.; NASCIMENTO, M. M. O Brasil diante de um novo ciclo de investimento e crescimento econômico. In: ALÉM, A. C.; GIAMBIAGI, F. *O BNDES em um Brasil em Transição*. Rio de Janeiro: BNDES, 2010.

- PUGA, F. P.; SANT'ANNA, A. A.; NASCIMENTO, M.M. Exportações respondem por mais da metade da queda recente na produção industrial brasileira. In: TORRES FILHO, E.T.; PUGA, F. P.; MEIRELLES, B. B. *Visão do Desenvolvimento 2009*. Rio de Janeiro: BNDES, 2010. p.83-90. Disponível em: <http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/visao/visao_66.pdf>. Acesso em: 14 de dez. 2010.
- REPÚBLICA FEDERATIVA DO BRASIL, Lei nº 11.977, de 7 de julho de 2009. Dispõe sobre o Programa Minha Casa, Minha Vida – PMCMV e a regularização fundiária de assentamentos localizados em áreas urbanas; altera o Decreto-Lei no 3.365, de 21 de junho de 1941, as Leis nos 4.380, de 21 de agosto de 1964, 6.015, de 31 de dezembro de 1973, 8.036, de 11 de maio de 1990, e 10.257, de 10 de julho de 2001, e a Medida Provisória no 2.197-43, de 24 de agosto de 2001; e dá outras providências. Disponível em: http://www.cidades.gov.br/images/stories/ArquivosSNH/ArquivosPDF/Leis/Lei_11977_7_7_2009_Lei_12424_2011.pdf. Acesso em 21 de nov. 2011.
- SANT'ANNA, A. A.; BORÇA JÚNIOR, G. R.; ARAÚJO, P. Q. Mercado de crédito no Brasil: Evolução recente e o papel do BNDES (2004-2008). *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v.16, n.31, p.41-60, jun. 2009.
- SHAW, E. S. *Financial Deepening in Economic Development*. New York: Oxford University Press, 1973.
- SHLEIFER, A. State versus private ownership. *Journal of Economic Perspectives* v.12, n.4, p.133-150, 1998.
- SNYDER, C.; NICHOLSON, W. *Fundamentals of microeconomics*. New Delhi: Cengage Learning India Private Limited, 2010.
- STIGLITZ, J. E. The Role of the State in Financial Markets. *Proceedings of the World Bank Annual Conference on Development Economics 1993*. Washington D.C.: the World Bank, 1994.
- _____. The Role of the Financial System in Development. *Presentation at the Fourth Annual Bank Conference on development in Latin America and the Caribbean*, The World Bank Group, 1998. Disponível em <http://kleinteiligeloesungen.de/globalisierte_finanzmaerkte/texte_abc/s/stiglitz_financial_system_in_development.pdf>. Acesso em 10 fev. 2011.
- STIGLITZ, J. E.; WEISS, A. (1981) Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. *The American Economic Review*, v.71, Issue 3, 2001.
- TIROLE, J. The internal organization of government. *Oxford Papers*, n.46, p.1-29, 1994.

TORRES FILHO, E. T. Direcionamento do crédito: o papel dos bancos de desenvolvimento e a experiência recente do BNDES. In: PINHEIRO, A. C.; OLIVEIRA FILHO, L. C. (Org.) ***Mercado de Capitais e Bancos Públicos***: análise e experiências comparadas. São Paulo: Contra Capa Livraria, 2007.

_____. Lessons from the Crisis: The Experience of the Brazilian Development Bank [Apresentação]. In: NEW ECONOMIC THINKING, TEACHING AND POLICY PERSPECTIVES - A BRAZILIAN PERSPECTIVE WITHIN A GLOBAL DIALOGUE, 1., 2011, Rio de Janeiro.

VARIAN, H. R. ***Microeconomia***: Princípios básicos. Tradução da 7. Ed. Tradução de Maria José Cyhlar Monteiro e Ricardo Doninelli. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.

ANEXOS

ANEXO A: Operações de crédito do SFN por tipo dos recursos: taxa de crescimento real (% a.a.)

Ano	Recursos livres						Recursos Direcionados					Total Geral
	Pessoas Físicas				PJ	Total	Habitação	Rural	BNDES	Outros	Total	
	Crédito Pessoal	Aq. veículos	Outros	Total								
2005	36,3	24,2	25,2	28,4	10,8	18,4	6,2	3,4	5,2	3,5	4,9	13,5
2006	18,6	18,0	16,3	17,5	15,2	16,3	15,5	13,5	5,5	1,5	8,5	13,7
2007	19,3	21,3	34,9	26,0	24,5	25,3	19,4	11,6	8,7	7,5	10,9	20,7
2008	17,0	-6,6	25,6	14,6	28,3	21,7	26,5	12,5	20,7	11,2	19,5	21,0
2009	19,8	6,5	7,2	11,2	-5,2	2,2	36,5	-6,2	26,2	12,6	20,5	7,5
2010	15,2	37,7	-6,1	10,1	6,0	8,0	39,0	1,8	16,8	19,3	18,5	11,4
2005/ 2010	21,0	16,8	17,2	18,0	13,3	15,3	23,8	6,1	13,9	9,3	13,8	14,6

Fonte: Elaboração própria com base nos dados do Banco Central.

Deflator: Deflator implícito do PIB.

ANEXO B: Operações de crédito totais do sistema financeiro público por demandante

Data	Setor privado							Setor Público	Total Geral
	Industrial	Habitacional	Rural	Comercial	Pessoas Físicas	Outros serviços	Total		
2006	15,1%	21,0%	9,8%	16,4%	14,3%	19,1%	15,4%	-13,7%	13,3%
2007	16,5%	17,9%	3,4%	21,1%	20,7%	6,6%	13,2%	-6,3%	12,2%
2008	32,1%	26,3%	12,0%	22,8%	27,6%	38,6%	27,9%	46,0%	28,8%
2009	11,9%	43,3%	1,8%	16,3%	29,3%	22,1%	19,3%	126,0%	24,9%
2010	13,2%	43,1%	-1,7%	15,1%	12,2%	6,3%	13,7%	8,8%	13,2%
2006/2010	17,8%	30,3%	5,1%	18,3%	20,8%	18,5%	17,9%	32,2%	18,5%
2008/2010	12,6%	43,2%	0,1%	15,7%	20,8%	14,2%	16,5%	67,4%	19,1%

Fonte: Elaboração própria com base nos dados do Banco Central.

Deflator: Deflator implícito do PIB.

ANEXO C: Operações de crédito totais do sistema financeiro privado nacional por demandante

Taxas de crescimento real anual									
Data	Setor privado							Setor Público	Total Geral
	Industrial	Habitacional	Rural	Comercial	Pessoas Físicas	Outros serviços	Total		
2006	12,7%	8,7%	16,6%	21,5%	15,1%	17,0%	15,5%	-18,3%	15,0%
2007	27,3%	12,7%	16,8%	23,6%	30,3%	37,5%	28,6%	-6,9%	28,2%
2008	25,0%	29,2%	11,3%	12,4%	14,3%	25,8%	18,3%	-7,7%	18,1%
2009	-10,2%	20,6%	1,1%	3,6%	11,4%	-5,8%	2,3%	-16,5%	2,1%
2010	9,5%	40,2%	14,4%	23,8%	11,8%	18,8%	14,5%	-18,2%	14,3%
2006/2010	12,9%	22,3%	12,0%	17,0%	16,6%	18,6%	15,8%	-13,5%	15,5%
2008/2010	-0,3%	30,4%	7,8%	13,7%	11,6%	6,5%	8,4%	-17,3%	8,2%

Fonte: Elaboração própria com base nos dados do Banco Central.

Deflator: Deflator implícito do PIB.

ANEXO D: Operações de crédito totais do sistema financeiro estrangeiro por demandante

Taxas de crescimento real anual									
Data	Setor privado							Setor Público	Total Geral
	Industrial	Habitacional	Rural	Comercial	Pessoas Físicas	Outros serviços	Total		
2006	1,6%	-7,9%	7,0%	3,7%	25,1%	6,3%	11,8%	26,5%	11,9%
2007	26,7%	68,1%	14,0%	5,2%	21,0%	25,8%	20,9%	11,1%	20,8%
2008	25,8%	31,6%	1,9%	24,0%	6,7%	21,4%	15,1%	-22,6%	15,0%
2009	-19,7%	24,7%	-9,5%	-8,9%	1,8%	-1,2%	-4,5%	-14,2%	-4,6%
2010	3,6%	26,0%	-1,5%	10,2%	6,5%	3,6%	6,2%	-22,4%	6,2%
2006/2010	7,6%	28,5%	2,4%	6,9%	12,2%	11,2%	9,9%	-4,3%	9,9%
2008/2010	-8,0%	25,3%	-5,5%	0,6%	4,2%	1,2%	0,9%	-18,3%	0,8%

Fonte: Elaboração própria com base nos dados do Banco Central.

Deflator: Deflator implícito do PIB.

**ANEXO E: Operações de crédito a pessoas jurídicas do BB: taxas de crescimento real
(2007 – 2010)**

	2007	2008	2009	2010	2006/2010
Capital de Giro	34,4%	56,6%	35,1%	11,6%	34,4%
Investimento	32,3%	32,4%	24,0%	22,4%	27,8%
Recebíveis	3,7%	6,0%	7,1%	3,7%	5,1%
Conta Garantida	5,6%	40,0%	38,5%	-23,4%	15,2%
ACC/ACE	-3,5%	35,5%	-30,7%	3,0%	1,1%
BNDES Exim	14,6%	23,6%	-4,4%	6,8%	10,1%
Cartão de Crédito	84,4%	62,5%	119,7%	83,9%	87,6%
Cheque Especial	3,4%	14,1%	4,7%	14,7%	9,2%
Demais	-13,9%	1,3%	100,8%	-16,7%	17,9%
Total	19,1%	37,0%	22,0%	11,4%	22,4%

Fonte: Elaboração própria com base nos dados do BB e IBGE.

Deflator: Deflator implícito do PIB.

ANEXO F: Tabela 8 – Operações de crédito a pessoas físicas do BB: taxas de crescimento real

	2007	2008	2009	2010	2007/ 2010
Crédito Pessoal	26,1%	32,0%	86,2%	13,3%	39,4%
Consignado	32,4%	48,0%	84,1%	18,0%	45,6%
Financiamento Imobiliário	-	-	1701,6%	79,7%	890,6%
Financiamento a Veículos	212,1%	103,7%	193,0%	23,1%	133,0%
Microcrédito	31,2%	-15,5%	24,7%	55,3%	23,9%
Demais	6,3%	21,1%	21,3%	-4,4%	11,1%
Total	26,0%	40,8%	77,8%	14,8%	39,8%

Fonte: Elaboração própria com base nos dados do BB e IBGE.

Deflator: Deflator implícito do PIB.